



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.003549/2018-12

Reg. Col. 1613/19

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

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

Relator: Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Voto: Diretora Flávia Perlingeiro

VOTO VISTA

I INTRODUÇÃO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela SPS¹ e pela PFE-CVM (em conjunto, “Acusação”), para apurar responsabilidades que foram imputadas a: (i) **Emerson Fernandes Loureiro** (“Emerson Loureiro”), na qualidade de superintendente de tesouraria do Banco Original S.A. (“Banco Original”) à época dos fatos, por ter executado operações com contratos de derivativos de taxa de juros, especificamente no dia 17.05.2017, com uso de práticas não equitativas; (ii) **Joesley Mendonça Batista** (“Joesley Batista”), na qualidade de Diretor Presidente da J&F Participações S.A. (“J&F Participações”) à época dos fatos, por ter passado informações a Emerson Loureiro para que esse realizasse tais operações com uso de práticas não equitativas; e, ainda, (iii) **J&F Participações**, beneficiária das referidas operações realizadas com uso de práticas não equitativas; todos em infração ao disposto no Item II, alínea “d”², da Instrução CVM (“ICVM”) nº 8/1979, consoante então vigente³ (Emerson Loureiro, Joesley Batista e J&F Participações, em conjunto, “Acusados”).

2. Este PAS foi originalmente distribuído para minha relatoria, contudo, após retificação feita em reunião do Colegiado de 14.01.2020⁴, em virtude do reconhecimento de sua conexão com os PAS CVM

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

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

³ A ICVM nº 8/1979 foi revogada e substituída sem alteração de mérito pela Resolução CVM (“RCVM”) nº 62/2022.

⁴ Doc. 0916762.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

nº 19957.005388/2017-11⁵, nº 19957.005390/2017-90⁶ e nº 19957.001225/2018-40⁷, foi redistribuído para mesma relatoria dos referidos processos.

3. Iniciado o julgamento deste PAS, na sessão de 29.05.2021, pedi vista dos autos para examinar mais detidamente o conjunto fático-probatório subjacente, notadamente quanto ao cotejamento e sopesamento entre os indícios apontados pela Acusação e os contraindícios trazidos pelas defesas dos Acusados e seus reflexos na análise das controvérsias em questão⁸. Na ocasião, o Diretor Relator concluiu pela improcedência das acusações e os demais membros do Colegiado optaram por antecipar seus votos no mesmo sentido, tendo, assim, formado maioria em favor da absolvição dos Acusados em relação às imputações feitas pela Acusação no âmbito deste PAS.

4. Neste caso, ainda que eu também conclua pela absolvição dos Acusados, tendo em vista que o faço por razões e fundamentos diversos, cabe-me apresentar minha visão sobre as condutas objeto das acusações formuladas e os argumentos que acolho em minha análise.

II ORIGEM

5. Este PAS originou-se do Inquérito Administrativo (“IA”) CVM nº 19957.003549/2018-12, instaurado pela Portaria CVM/SGE/Nº 56, de 05.04.2018, para apuração “*de eventual prática não equitativa por parte do Banco Original S.A. em negócios com contratos derivativos de taxas de juros,*

⁵ O referido PAS tem por objeto apurar a responsabilidade de Wesley Mendonça Batista (“Wesley Batista”), JBS S.A. (“JBS”), Seara Alimentos Ltda. e Eldorado Brasil Celulose S.A., também por uso de práticas não equitativas, em violação à ICVM nº 8/1979, I e II, alínea “d”, só que em operações com derivativos de dólar.

⁶ O referido PAS tem por objeto apurar a responsabilidade de Joesley Batista, Wesley Batista e J&F Investimentos S.A., na qualidade de sucessora da FB Participações S.A., por alegadas infrações de manipulação de preços, uso indevido de informação privilegiada, negociação de ativos em período vedado, violação ao dever de lealdade e abuso de poder de controle, em negócios da JBS e da FB Participações com ações de emissão da JBS.

⁷ O referido PAS tem por objeto apurar a responsabilidade de Joesley Batista, Wesley Batista, José Batista Sobrinho, Humberto de Farias e Tarek Farahat, como membros do CA da JBS, por alegada falta de diligência de no monitoramento da Política de Hedge da JBS, em infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976, tendo sido, porém, suspenso pela celebração de termos de compromisso, em 05.10.2023, ora em fase de cumprimento das contrapartidas pactuadas (Doc. 1897234).

⁸ A motivação para o PAS CVM nº 19957.001225/2018-40 não ter sido submetido a julgamento juntamente com os demais conexos foi explicitada no voto proferido neste PAS pelo Diretor Relator: “9. Diferentemente dos 3 (três) primeiros processos acima indicados, a realização de negócios jurídicos por suposta influência do Acordo de Colaboração Premiada não constitui o núcleo da imputação do PAS CVM nº 19957.001225/2018-40 — que versa tão somente sobre deveres fiduciários de conselheiros de administração da JBS. (...) não se analisará, nesse último, a motivação ou legalidade das referidas operações, e sim o cumprimento dos deveres fiduciários pelos conselheiros de administração da JBS. 11. Ademais, destaco que está em curso, no PAS CVM nº 19957.001225/2018-40, a análise de propostas de termo de compromisso apresentadas por todos os acusados. (...) 14. Ademais, foram proferidos, recentemente, despachos de indeferimento de produção de provas nos PAS CVM nos 19957.005388/2017-11 e 19957.005390/2017-90 e, em relação aos PAS CVM nos 19957.003549/2018-12 e 19957.001225/2018-40, não existem pleitos de produção de provas a serem apreciados. Dessa forma, verificado o encerramento da fase probatória de todos os processos em questão, não vislumbro “risco de prolação de decisões contraditórias ou conflitantes casos decididos separadamente” (Resolução CVM nº 45/01, art. 36, §6º, II). (...) 17. Dessa forma, em atenção ao princípio da eficiência processual e razoável duração do processo, não vislumbro prejuízos no julgamento dos processos (...) antes do PAS nº 19957.001225/2018-40 — que, ressalta-se, possui propostas de termo de compromisso de todos os acusados ainda pendente de análise —, em linha com prática já adotada por esta Autarquia”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

nos mercados de bolsa e balcão regulados pela CVM, realizados antes da veiculação, em 17.05.17, de notícia relativa a negociação de delações premiadas por parte dos controladores do Banco”. Trata-se, no caso, dos acordos de colaboração premiada relativos à apuração de supostos crimes praticados por controladores, administradores ou prepostos da J&F Investimentos S.A. e suas controladas (“Grupo J&F”), dentre os quais, notadamente, Joesley Batista e seu irmão, Wesley Batista (em conjunto, “Irmãos Batista”), relativamente a assuntos de interesse daquele grupo empresarial, com o alegado envolvimento de integrantes do alto escalão do governo, incluindo o próprio Presidente da República à época dos fatos, e, ainda, do Poder Legislativo (as “Delações Premiadas”). O dia 17.05.2017 veio a ficar notoriamente conhecido como “Joesley Day”, diante dos impactos da divulgação das Delações Premiadas sobre o mercado e o cenário político.

6. O IA, por sua vez, decorreu de apurações efetuadas pela SMI, no âmbito dos Processos CVM nº 19957.004547/2017-60 e nº 19957.011875/2017-12 (“Processos de Origem”).

7. No âmbito das investigações, a Acusação teve interações com os Acusados e com funcionários e administradores do Banco Original e da BM&F Bovespa Supervisão de Mercados (“BSM”).

8. Ao final, ao ver da SPS e da PFE-CVM, foram reunidos os elementos de materialidade e autoria necessários à configuração dos ilícitos de que se trata, tendo assim lavrado, em 24.05.2019, o Relatório nº 1/2019-CVM/SPS/GPS-3 (“RI” ou “Peça de Acusação”)⁹.

III AS OPERAÇÕES COM DERIVATIVOS DE JUROS E O USO DE PRÁTICA NÃO EQUITATIVA

9. As infrações objeto deste PAS dizem respeito a operações com Contratos Futuros de Taxa Média de Depósitos Interfinanceiros (“DI”) de Um Dia com vencimento em 04.01.2021 (“Contratos de DIIF21” ou “Operações com Derivativos de Juros”), realizadas pela mesa proprietária do Banco Original especificamente no dia 17.05.2017, em nome do Banco Original, motivadas, segundo a Acusação, pela posse de informação relevante e não divulgada atinente à negociação e à celebração das Delações Premiadas (“Informação Privilegiada”)¹⁰ e, assim, em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes das operações, que foram liquidadas no dia seguinte¹¹.

⁹ Doc. 0764882.

¹⁰ As irregularidades tratadas nos outros dois PAS conexos, os quais tiveram o julgamento também iniciado em 29.05.2023, dizem respeito igualmente ao uso da mesma Informação Privilegiada, em negociações com valores mobiliários.

¹¹ Segundo a Acusação, em 17.05.2017, no mercado de DI, entre 9h00 e 9h30, foram vendidos, em nome do Banco Original, 3.700 contratos de DIIF21, ficando a posição consolidada nesse ativo vendida em 500 contratos, já que a posição no dia anterior, 16.05.2017, fechou em 3.200 contratos. Depois, entre 9h30 e 10h45, foram comprados 2.500 contratos, ficando a posição consolidada comprada em 2.000 contratos. Então, entre 14h00 e 15h00, foram comprados 19.000 contratos. Às 16h, foram comprados 100 contratos, e entre 17h19 e 17h21, foram vendidos 1.000 contratos. A posição consolidada final ficou comprada em 20.100 contratos. As variações nas posições detidas pela mesa proprietária em outros contratos de DI foram consideradas insignificantes pela Acusação, comparadas à variação em DIIF21.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

10. Nessas circunstâncias, as Operações com Derivativos de Juros teriam consubstanciado o uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, o qual é definido e vedado nos termos da ICVM nº 8/1979, em textual:

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

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

d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela **de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade** em face dos demais participantes da operação.” (grifou-se)

11. Consoante assentado em diversos precedentes do Colegiado, o tipo administrativo de que se trata pode ser decomposto, em seu aspecto objetivo, em três elementos necessários à sua configuração¹²:

- (i) a ocorrência de **negociações com valores mobiliários**;
- (ii) uma **posição de desequilíbrio ou desigualdade** para qualquer das partes, direta ou indireta, efetiva ou potencial; e
- (iii) que o **desequilíbrio existente seja indevido**¹³.

12. Destaque-se, ainda, no aspecto subjetivo, tratar-se de **conduta dolosa**, como se afigura quanto a todas as infrações previstas na ICVM nº 8/1979¹⁴.

13. Quanto aos demais aspectos atinentes aos elementos caracterizadores do ilícito de uso de prática não equitativa, bem como à admissibilidade e à relevância da prova indiciária como meio de prova que autoriza a condenação pela referida infração em sede administrativa, desde que os indícios sejam múltiplos, fortes e convergentes, reporto-me às considerações que teci, nesta data, no voto proferido no âmbito do PAS nº 19957.005388/2017-11, conexo¹⁵.

¹² v. referências no julgamento do PAS CVM nº 03/2015, em 22.09.2020, de minha relatoria.

¹³ P.ex., PAS CVM nº 04/2010, Diretora Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 23.11.2014.

¹⁴ Consoante explicita a manifestação de voto do conselheiro Johan Albino Ribeiro, no Acórdão CRSFN nº 8381/08, referente ao Recurso CRSFN nº 4321, j. em 23.06.2008: “*Não restou qualquer dúvida de que tanto a CVM, como este Conselho reconheceram neste, e em outros julgamentos, que as figuras ilícitas previstas na Instrução CVM nº 08/79 requerem a constatação do dolo. Todas as condutas ali previstas estão marcadas por verbos que indicam ações de vontade: criar, manipular, realizar e usar, portanto, com componente volitivo indiscutível.*”

¹⁵ Vale destacar, como também o fiz no voto apresentado no outro processo conexo (PAS CVM nº 19957.005390/2017-90), a tratar do ilícito de *insider trading*, que, nesse aspecto, é igualmente aplicável neste caso, as pertinentes ponderações apresentadas, em artigo recente, por Ana Luiza Guimarães Mendonça e Francisco Müssnich: “*Ainda que a prova indiciária esteja, em larga medida, sujeita a avaliações e interpretações subjetivas do julgador, diante da dificuldade em se produzir provas diretas sobre a autoria e materialidade do ilícito, conclui-se que o seu uso é mais do que necessário para impedir a impunidade dos insiders e garantir a efetividade da atuação da CVM na proteção da higidez do mercado. Isso não quer*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

14. Feitas essas considerações iniciais, trato, a seguir, das questões preliminares arguidas pelas defesas. Embora também concorde que todas devam ser rejeitadas, em linha com as conclusões do voto do ilustre Relator a respeito, apresento os fundamentos pelos quais me norteiei.

IV PRELIMINARES

a) Ausência de competência da CVM para investigar e punir Joesley Batista e Emerson Loureiro

15. As defesas alegaram, preliminarmente, que a competência da CVM para apurar, mediante processo administrativo sancionador, atos ilegais e práticas não equitativas está prevista no inciso V do art. 9º da Lei nº 6.385/1976¹⁶, mas que, nesse caso, o exercício do poder sancionador somente é cabível contra administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado.

16. Nessa linha, a defesa de Emerson Loureiro alegou que ele era apenas empregado do Banco Original, atuando sob a égide da CLT, não integrando, portanto, sua administração¹⁷, além do que se tratava de uma companhia fechada. Tampouco, segundo a defesa, integrava Emerson o sistema de distribuição de valores mobiliários, nem se inseria, pelo papel desempenhado nas operações apontadas como suspeitas, no grupo ao qual a lei chama de “participantes do mercado”. Aduziu, ainda, a defesa, que embora o acusado fosse, à época dos fatos, administrador de carteira de valores mobiliários cadastrado na CVM, não teria atuado nessa qualidade, nas operações questionadas neste PAS.

17. No mesmo sentido, a defesa de Joesley Batista alegou que ele é acusado neste PAS “na qualidade de Presidente, acionista e responsável pelas decisões de investimento da J&F Participações S.A.”, mas que nenhuma conduta lhe é imputada, todavia, por decisão tomada no âmbito da J&F Participações ou das controladas que eram companhias abertas. Para a defesa, a Acusação percebeu a impossibilidade de investigação e denúncia, pela CVM, de toda e qualquer pessoa e buscou, então, um subterfúgio que lhe permitisse imputar responsabilidade a Joesley Batista, acusando-lhe na condição de administrador de

dizer, contudo, que o intérprete estará livre para valorar os indícios disponíveis nos autos da forma que melhor lhe aprouver. Suas conclusões acerca do caso deverão estar respaldadas em uma detalhada linha argumentativa, devidamente amparada em fundamentos jurídicos. Assim, ao fazer uso da prova indiciária, o julgador chama para si a responsabilidade de demonstrar com racionalidade que, diante dos fatos e das provas produzidas nos autos, há razoável certeza sobre a ilicitude da conduta do agente que se pretende responsabilizar pelo ilícito de insider trading. Nesses casos, é necessário que se demonstre que, tanto os argumentos de acusação quanto os de defesa, foram devidamente apreciados e sopesados, indicando os motivos pelos quais se decidiu seguir por um ou por outro caminho.” (“O uso da prova indiciária em condenações administrativas pelo ilícito de insider trading” in Processo Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais / Gustavo Machado Gonzalez (Coordenação) – São Paulo: Thompson Reuters Brasil, 2023, p. 171).

¹⁶ Art. 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: (...) V - 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.

¹⁷ Segundo a defesa, “o empregado de uma instituição financeira, que executa ordens da instituição, por conta da instituição, não age como representante ou agente, mas como empregado, desprovido de mandato, sob as regras de cuidado, lealdade e de subordinação postas na Consolidação das Leis do Trabalho”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

companhia aberta. Acresceu que o acusado não integrava o sistema de distribuição e que o fato de ter relações com companhias abertas e instituições financeiras atuantes no mercado de valores mobiliários não franqueava à CVM irrestrito poder de polícia, mas apenas naquelas situações em que o acusado tivesse agido na condição de “participante do mercado”, o que não teria sido o caso¹⁸.

18. Para as defesas dos acusados, o conceito indeterminado “*demais participantes do mercado*”, por integrar regra de natureza punitiva¹⁹, deve ser interpretado em sentido estrito, abrangendo apenas profissionais que atuam no mercado de valores mobiliários, em linha com o restante do inciso V do art. 9º da Lei nº 6.385/1976, o qual enumera profissionais do mercado de capitais. Aduziram, ainda, que, quando a lei quis se referir a toda e qualquer pessoa, a expressão utilizada não foi “*demais participantes do mercado*”, mas sim “*outras pessoas quaisquer*”²⁰. Desse modo, deveria ser considerado o rol taxativo de participantes do mercado previsto no Anexo I da então vigente ICVM nº 510/2011²¹.

19. Entendo, contudo, que não procedem tais argumentos.

20. Quanto ao exemplo dado pela defesa, observo que a ICVM nº 510/2011 tinha escopo bem delimitado, aplicando-se aos participantes do mercado sujeitos às regras cadastrais ali estipuladas, não se prestando, por conseguinte, nesse particular, como norma regulamentadora do inciso V do art. 9º da Lei nº 6.383/1976²², como pretendido. Não por outra razão, alguns dos participantes originalmente

¹⁸ O acusado repisa esse argumento ao tratar, em suas razões de defesa, do mérito da acusação, alegando que não atenderia ao critério subjetivo do agente que pode praticar a infração denominada prática não equitativa, mas entendo que a questão se confunde com a preliminar ora analisada, restando suficientemente esclarecida nesta seção do voto.

¹⁹ Segundo a defesa de Joesley Batista, “*o direito administrativo sancionador, ao atingir o núcleo de direitos fundamentais dos administrados, deve ser pautado por princípios similares àqueles existentes no âmbito do Direito Penal*”.

²⁰ Art. 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no §2º do art. 15, poderá: I - examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer outra natureza, bem como papéis de trabalho de auditores independentes, devendo tais documentos ser mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos: (...) g) de outras pessoas quaisquer, naturais ou jurídicas, quando da ocorrência de qualquer irregularidade a ser apurada nos termos do inciso V deste artigo, para efeito de verificação de ocorrência de atos ilegais ou práticas não equitativas. (grifos adotados)

²¹ PARTICIPANTES I - administrador de carteira - pessoa jurídica; II - administrador de carteira - pessoa natural; III - administrador de fundo de investimento em direitos creditórios - FIDC; IV - administrador de fundo de investimento imobiliário - FII; (...) VII - auditor independente - pessoa jurídica; VIII - auditor independente- pessoa natural; IX - banco de investimento; X - banco múltiplo com carteira de investimento; XI - caixas econômicas; XII - consultor - pessoa jurídica; XIII - consultor - pessoa natural; XIV - cooperativas de crédito; XV - corretoras; (...) XVII - distribuidoras; XVIII - emissor de Certificado de Potencial Adicional de Construção - CEPAC; (...) XXVIII - mercado organizado de valores mobiliários; XXIX – escriturador de valores mobiliários.

²² Como esclarecido no próprio Edital de Audiência Pública SDM nº 05/11, que a originou: “*A Comissão de Valores Mobiliários – CVM submete à audiência pública, (...), minuta de Instrução sobre as informações cadastrais de determinados participantes do mercado. O cadastro de participantes da CVM é mantido em sistemas eletrônicos alimentados pelos próprios usuários ou pela CVM, a depender do participante. A minuta de Instrução não altera o procedimento utilizado atualmente para o cadastro inicial dos diversos participantes. As regras de cadastro estão dispersas em normas variadas, que, portanto, não são padronizadas, (...). Algumas normas sequer preveem expressamente a necessidade de atualização dos dados cadastrais. Esta estrutura é indesejável por várias razões. (...) dificulta os procedimentos de acompanhamento dessas*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

abrangidos no citado Anexo I deixaram de sê-lo posteriormente, porque se considerou desnecessário submetê-los àquela disciplina específica, sem que, obviamente, seja dado concluir que tenham, por isso, deixado de ser “participantes do mercado”, para os fins da Lei nº 6.385/1976²³.

21. A par disso, cabe esclarecer que o inciso V do art. 9º da Lei nº 6.385/1976 não se restringe a profissionais do mercado de capitais, uma vez que menciona expressamente os “acionistas de companhias abertas”, abrangendo, com isso, inclusive investidores, não resguardando igualmente o racional desenvolvido pela defesa. Ademais, a própria Lei nº 6.385/1976, em seu art. 11, dispõe que a CVM poderá aplicar as sanções ali especificadas “aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar” (grifos aditados).

22. Com efeito, diferentemente do que argumentam os acusados, a expressão legal “*demais participantes do mercado*” tem amplo alcance, não se limitando sequer aos participantes regulados de que cuida o art. 1º da própria Lei nº 6.385/1976²⁴. Nesse sentido, destaco as pertinentes colocações de Julya Sotto Mayor Wellisch, em doutrina especializada:

“A esse respeito, cabe esclarecer, em primeiro lugar, a extensão da expressão “demais participantes do mercado”. À primeira vista, poderia parecer que o poder sancionador da CVM estaria limitado apenas e tão somente àqueles por ela regulados ou administrados, na forma do art. 1º da Lei nº 6.385/76. Contudo, não parece ser essa a melhor leitura do dispositivo, inclusive à luz da própria interpretação sistemática da Lei nº 6.385/76.

Nessa linha, o art. 11 da lei outorga à Autarquia o poder de impor as penalidades ali referidas a todos os “infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar”, ainda que não sejam pessoas naturais ou jurídicas diretamente reguladas ou registradas na CVM.

Nesse diapasão, a redação do art. 9º, § 1º, IV (...) também parece indicar a mesma racionalidade ao permitir que a CVM proíba “aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular”.

atualizações. A falta de regras claras quanto à necessidade de atualizar o cadastro gera uma defasagem nas informações disponíveis sobre certos participantes. E, em última instância, a falta de informações cadastrais atualizadas prejudica a CVM e o mercado que desperdiçam tempo procurando informações sobre certos participantes. Assim, a proposta busca tornar a informação sobre participantes do mercado constante do cadastro da CVM atualizada, dando maior celeridade à atuação da CVM e do mercado.” (grifos aditados).

²³ A ICVM nº 604/2018 excluiu os seguintes participantes da relação do Anexo I da ICVM nº 510/2011, eximindo-os de atualizar seus formulários cadastrais sempre que algum dado fosse alterado e de apresentar a declaração eletrônica de conformidade (documento por meio do qual o participante confirmava anualmente que seus dados cadastrais continuavam válidos): (i) agentes autônomos de investimentos (pessoa física ou jurídica); (ii) fundos de investimento ali especificados.

²⁴ Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos; IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; VII - a auditoria das companhias abertas; VIII - os serviços de consultor e analista (...).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Sendo assim, **não parece fazer qualquer sentido limitar a abrangência da expressão apenas àqueles que exerçam atividades reguladas**, nos moldes do art. 1º da lei. Tal interpretação, além de absolutamente destoante do sistema da lei, **poderia conduzir, por exemplo, ao absurdo de impedir a atuação da Autarquia em relação a insiders de mercado (ou secundários) ou a investidores que manipulem o preço de determinada ação**. Nas duas situações exemplificadas, não há, na prática, desempenho de uma atividade profissional regulada, embora ambas se encontrem, inegavelmente, sob a esfera de competência da CVM, inclusive em razão do que dispõe o art. 4º, IV e V da Lei nº 6.385/76.

Em suma, a lei foi elaborada justamente com a utilização de um *standard* – “participantes do mercado” – que permite à CVM alcançar qualquer um que, eventualmente, atue no âmbito do mercado de valores mobiliários em dissonância com o feixe de princípios e regras que o regulam”. (grifos aditados)²⁵

23. Portanto, como se observa, a expressão abrange, claramente, quaisquer investidores que cometam irregularidades ao ensejo de suas operações nos mercados de bolsa e balcão, os quais atuam inequivocamente no mercado de valores mobiliários (i.e., dele participam). É esse, sem dúvida, o caso daqueles que alegadamente teriam negociado, em maio de 2017, derivativos de taxas de juros no âmbito da BM&F, de posse da Informação Privilegiada.

24. No caso vertente, ademais, em que pese os Contratos de DIIF21 terem sido negociados em nome do Banco Original (comitente), é certo que, à luz da tese acusatória, o cometimento da infração administrativa teria contado com o necessário concurso das condutas praticadas por Joesley Batista e por Emerson Loureiro, sem o que não haveria que se falar em uso de prática não equitativa.

25. Desse modo, tratando-se de infração supostamente praticada mediante atuação de uma pluralidade de pessoas que, de forma consciente e voluntária, teriam conjugado esforços para o fim comum de praticar irregularidade em detrimento da higidez e integridade do mercado de capitais, coube à Acusação identificar, para os fins de responsabilização administrativa, quem, a seu ver, havia realizado diretamente a conduta descrita no tipo administrativo, ou que, muito embora não tivesse realizado o núcleo do tipo administrativo, havia praticado ação acessória relevante à repercussão da infração administrativa. Assim, a acusação pode, em princípio, para os fins a que se destina a atuação sancionadora da CVM, alcançar todos aqueles que, na medida de sua culpabilidade, tenham contribuído para a prática da irregularidade administrativa cometida em ofensa aos bens jurídicos tutelados (coautores ou partícipes), independentemente de eventual responsabilização a que esses agentes possam também estar sujeitos, em outras esferas (cível, trabalhista ou criminal).

26. Por isso, diante das circunstâncias acima apontadas, concluo que Joesley Batista e Emerson Loureiro são partes legítimas para figurar neste PAS, submetendo-se à atuação sancionadora da CVM.

²⁵ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. pp. 191-192.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

27. Ainda sobre a alegada falta de competência da CVM, a defesa de Joesley Batista argumenta que a Acusação pretende punir pessoa que não tinha informação sobre qualquer valor mobiliário, mas sobre um fato ilícito com aventada repercussão na política nacional. A questão, de certa forma, confunde-se com o mérito, ou seja, com a configuração da indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade prevista no tipo administrativo, de modo que a abordarei mais à frente, no momento oportuno.

28. Por fim, questiona-se, quanto ao alegado compartilhamento da informação entre Joesley Batista e Emerson Loureiro, que não faz sentido a CVM punir alguém por transmitir uma informação a um particular ou deixar de divulgá-la ao mercado se este não estiver descumprindo nenhuma obrigação de sigilo prevista na regulamentação do mercado de capitais. Nesse sentido, segundo a defesa de Joesley Batista, eventual quebra de sigilo de sua parte, antes da homologação da Delação Premiada, teria um efeito deletério para o pactuado com o Poder Público e a sanção para essa conduta estaria prevista em normas específicas que não as do mercado de capitais. Por outro lado, tampouco faria sentido obrigar alguém, que não fosse o emissor do valor mobiliário e seus administradores, a divulgarem informações ou, ainda, obrigar a divulgação de informações que não dissessem respeito aos próprios emissores.

29. Mais uma vez, equivocou-se, a meu ver, a defesa. Não houve acusação pelo fato, em si, de Joesley Batista ter supostamente compartilhado a Informação Privilegiada com Emerson Loureiro (ainda que isso implicasse descumprir o acordo de confidencialidade celebrado pelo delator com o MPF, com os efeitos daí decorrente na seara criminal), mas sim de que tal compartilhamento visaria proporcionar uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade na realização de Operações com Derivativos de Juros. Tampouco se afirmou que a Informação Privilegiada devesse ter sido divulgada ao mercado, e sim de que essa não poderia ser usada na negociação de valores mobiliários antes de sua divulgação.

30. Voto, assim, pela rejeição da preliminar apresentada pelas defesas de ambos os acusados.

b) Inépcia da Acusação e Ilegitimidade Passiva da J&F Participações

31. Trato, a seguir, de duas preliminares suscitadas pela defesa da J&F Participações, mas que versaram, em última instância, sobre uma mesma questão de fundo: a alegada ausência de elementos para justificar a relação entre a acusada e a infração administrativa apontada no RI.

32. Nesse sentido, a defesa da J&F Participações suscitou a inépcia da Peça de Acusação, sob o argumento de que teve cunho genérico e em nenhum momento individualizou qualquer conduta da acusada, informando ato comissivo ou omissivo praticado por ela, confundindo fatos imputados a Joesley Batista com a acusação da companhia, de maneira descabida e confusa.

33. Apontou, ainda, que faltaram requisitos mínimos para uma peça acusadora, nos moldes do art.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

41 do Código de Processo Penal (“CPP”)²⁶, não tendo havido sequer menção à autoria da acusada na narrativa desenvolvida, nem tendo sido dito, em momento algum, que Joesley Batista teria agido na competência de diretor da acusada, sendo absurda a tentativa de estender à acusada a materialidade e autoria de ilícitos narrados no RI em relação a Joesley Batista.

34. Em suma, segundo a defesa, o RI violou o princípio do contraditório e mostrou-se inepto, uma vez que careceu de narrativa minimamente clara sobre a autoria e materialidade em relação à acusada, (i) não expondo qual o envolvimento dessa em relação aos fatos; (ii) não informando qual e como o ganho foi obtido; (iii) não expondo a razão de apenas ela estar sendo acusada como beneficiária, dentre outras sociedades do mesmo grupo, nas quais Joesley Batista também detinha participação (direta ou indireta); e (iv) não descrevendo de forma clara qual ato (comissivo ou omissivo) teria sido perpetrado pela acusada no ilícito de uso de prática não equitativa.

35. Também arguiu a defesa a ilegitimidade da J&F Participações para figurar como acusada neste PAS. Segundo a defesa, ainda que se considerem procedentes as alegações feitas contra Joesley Batista e Emerson Loureiro, em momento algum a Peça de Acusação teria construído relação entre a infração e a atuação de Joesley Batista dentro de sua capacidade de administrador da acusada ou de seu controlador. Aduziu, nesse sentido, que Joesley Batista agiu como pessoa natural, por seus próprios meios de comunicação e de interesse em investimento, conforme corroborado pelo depoimento por ele prestado, não cabendo condenar a J&F Participações por suposto ilícito do qual não teve nenhum conhecimento.

36. Acenou, ainda, a defesa com o disposto no art. 13 do Código Penal²⁷, que demanda a relação de causalidade para a ocorrência de crime, e argumentou que a pena somente poderia ser aplicada ao autor da infração penal, por força do princípio da culpabilidade, não se admitindo ampliação subjetiva na imposição de sanções administrativas e tampouco que a acusada seja sancionada por atos supostamente praticados por outra pessoa, que tinha personalidade, objeto, sede e patrimônio distintos (princípio da intransmissibilidade das penas, previsto no art. 5º, inciso XLV da Constituição Federal²⁸). Em conclusão, alegou a defesa que a ausência de imputação de fato determinado que tenha sido praticado pela J&F Participações e que tenha relação com o ilícito de prática não equitativa denotaria sua ilegitimidade passiva, impondo a sua exclusão deste PAS.

²⁶ Art. 41. A denúncia ou queixa conterá a exposição do fato criminoso, com todas as suas circunstâncias, a qualificação do acusado ou esclarecimentos pelos quais se possa identificá-lo, a classificação do crime e, quando necessário, o rol das testemunhas.

²⁷ Art. 13 - O resultado, de que depende a existência do crime, somente é imputável a quem lhe deu causa. Considera-se causa a ação ou omissão sem a qual o resultado não teria ocorrido.

²⁸ XLV - nenhuma pena passará da pessoa do condenado, podendo a obrigação de reparar o dano e a decretação do perdimento de bens ser, nos termos da lei, estendidas aos sucessores e contra eles executadas, até o limite do valor do patrimônio transferido.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

37. A meu juízo, embora a Acusação não tenha se debruçado sobre certas questões acima referidas, cujo esclarecimento a defesa julgava essencial para que se pudesse, ainda que em tese, atribuir à J&F Participações a autoria de infração de uso de prática não equitativa, foram indicados, na Peça Acusatória, os fundamentos que, no entender da Acusação, possibilitavam propor a responsabilização administrativa da J&F Participações. Com efeito, a Peça de Acusação apontou em que medida a J&F Participações teria supostamente concorrido para a prática da infração, sendo hígida o suficiente para dar suporte à instauração deste PAS, como se depreende dos trechos a seguir reproduzidos:

“112. Dessas informações, nota-se a expressiva participação de Joesley no Banco Original, assim, resultado positivo auferido pelo Banco Original também seria resultado positivo para a J&F Participações S.A. e, conseqüentemente, para Joesley, o que, de fato, ocorreu.

.....
204. De fato, Emerson seria beneficiado com bonificação e, como mostrado em composição acionária no parágrafo 111, Joesley, ao repassar a informação para Emerson para este operar em nome do Banco Original, foi beneficiado, já que o Banco Original era 100% da J&F Participações S.A. e Joesley era grande acionista desta.

.....
211. Por outro lado, Joesley era Presidente da J&F Participações S.A., cargo com função de “fixar a orientação geral dos negócios da Companhia” (0643045), e não tinha cargo nem ingerência no Banco Original (parágrafo 75). Dada a impossibilidade de atuar diretamente no Banco Original, o fez indiretamente, passando informação para contato interno com discricionariedade para atuar sem participação da administração, e beneficiou a J&F Participações S.A. A J&F Participações S.A. foi o veículo de investimento e o Banco Original, o “ativo”.

213. Assim, também estão presentes indícios graves, precisos e concorrentes para a acusação da J&F Participações S.A. por ser beneficiária do uso de práticas não equitativas.

214. Portanto, como já descrito e concluído ao longo deste relatório, em resumo:

.....
iii. J&F Participações S.A., beneficiária indireta do resultado obtido com as operações 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 (Instrução CVM nº 8/1979, II, d)”. (grifos adotados)

38. Ainda ao fundamentar a acusação formulada em desfavor da J&F Participações, a Peça Acusatória referiu-se ao seguinte precedente do Colegiado:

“Sobre a possibilidade de responsabilização de pessoa jurídica: “quanto à impossibilidade de responsabilização da pessoa jurídica por uso de informação privilegiada, entendo que tal impossibilidade não existe, pois a questão que se coloca é saber se a pessoa jurídica foi utilizada, ou não, como veículo para o cometimento de irregularidades no mercado de capitais”, Voto do Diretor-Relator Eli Loria no julgamento do PAS 18/2001, em 04.11.2004.” (grifos adotados)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

39. Basicamente, tem-se que a Acusação considerou que Joesley Batista atuou no episódio como administrador da J&F Participações, que controlava o Banco Original (ou, ao menos, também nessa condição). Nesse sentido, seria dado interpretar que tal acusado atuara em nome da referida *holding*, o que invoca a questão da (co)autoria da pessoa jurídica e explica ter ela sido considerada “*beneficiária [indireta] do uso de práticas não equitativas*”²⁹, não se devendo, a meu ver, confundir o benefício ínsito ao tipo administrativo (i.e., atinente, no caso, à indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade na negociação com Contratos de DI1F21) com o resultado econômico que a J&F Participações também teria alegadamente auferido, de modo indireto, em decorrência das operações, apontado, da mesma forma, no RI, mas que sequer constitui elemento da infração, como reconhecido pela própria Acusação³⁰.

40. Sendo assim, não vislumbro ter havido prejuízo à defesa, que teve a oportunidade de impugnar os fundamentos deduzidos no RI quanto ao papel da acusada nos fatos objeto de apuração, tendo, efetivamente, assim procedido, sem maiores problemas.

41. De outra parte, quanto a saber se a referida tese acusatória procede e ampara (ou não) o efetivo reconhecimento da acusada como corresponsável pela infração, trata-se, a meu ver, de questão atinente ao mérito do processo e que, sob tal perspectiva, será abordada adiante, em seção específica deste voto.

42. No mais, entendo que o apelo a preceitos e institutos do Direito Penal e do Direito Processual Penal, no âmbito de apuração de infrações administrativas, embora possa eventualmente ocorrer, como já reconhecido pela CVM, deve se dar com cautela e sofrer as devidas adaptações, quando necessário, à luz das especificidades e objetivos do regime jurídico do Direito Administrativo Sancionador.

43. Na seara do direito material, a responsabilização das pessoas jurídicas é um dos aspectos em que esses ramos se diferenciam, inclusive no tocante à questão da culpabilidade³¹. E quanto ao princípio da intransmissibilidade das penas, também mencionado pela defesa, há, inclusive, na esfera de atuação da CVM, justamente no caso de imputações a pessoas jurídicas, a possibilidade de serem transmissíveis, na

²⁹ Em tese, seria possível o enquadramento, considerando que a ICVM nº 8/1979 considera 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*” (grifos aditados).

³⁰ v. RI: “203. Somado a este indício, o listado no item ii do mesmo parágrafo 200, motivação e benefício pessoal, comprova o dolo no uso de prática não equitativa por parte não apenas de Emerson como também de Joesley, já que havia a intenção de obter vantagem, ainda que o efetivo resultado positivo não seja necessário para a caracterização da conduta” (grifei).

³¹ A propósito do tema: “O Direito Administrativo Sancionador possui, como já se disse em várias oportunidades, regime jurídico próprio e distinto do regime normalmente dispensado ao Direito Penal. **Uma das grandes peculiaridades do regime sancionador administrativo, nos mais diversos sistemas do Direito comparado, é, justamente, a histórica possibilidade de se responsabilizarem pessoas jurídicas nesse terreno.** É pacífico, em doutrina, até mesmo na voz dos radicais defensores da “penalização” do Direito Administrativo Sancionador, que a pessoa jurídica é passível de responsabilização nessa esfera, devendo a culpabilidade adaptar-se a essa realidade.” (OSÓRIO, Fábio. Direito Administrativo Sancionador. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2020. Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/doutrina/direito-administrativo-sancionador/1201070599>. Acesso em: 06.10.2023).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

sucessão empresarial, como claramente reconhecido em precedentes do Colegiado³².

44. No campo do direito processual, a seu turno, o cuidado do intérprete não deve ser menor, evitando-se, do mesmo modo, transposições indevidas, notadamente quando existente norma específica da CVM sobre o tema, a exemplo dos requisitos da peça acusatória, ora sob discussão, que eram expressamente previstos, quando da elaboração do RI, no art. 6º da Deliberação CVM nº 538/2008³³, restando inaplicável, no caso vertente, o art. 41 do CPP, referido pela defesa.

45. Por todo o exposto, voto também pela rejeição das referidas preliminares, na forma da fundamentação supra, acompanhando a conclusão final do Diretor Relator³⁴ quanto a essa rejeição.

³² Os precedentes da CVM aplicam o referido princípio, reconhecendo a extinção da punibilidade da pessoa jurídica, em casos de extinção de pessoa jurídica acusada em PAS, sem que se tenha configurado algum tipo de sucessão. Nesse sentido: “13. Desse modo, o ex-sócio requereu a extinção da punibilidade da (...), considerando que houve a extinção da pessoa jurídica da gestora e diante da impossibilidade de eventual sanção administrativa ultrapassar a pessoa da acusada. 14. Entendo que assiste razão ao requerente. Diferentemente dos casos em que a acusada, pessoa jurídica, é sucedida por outra em seus direitos e obrigações, como, por exemplo, em decorrência de incorporação; neste caso, com a dissolução da (...), cessou por completo a existência da pessoa jurídica sem que nenhuma outra a sucedesse.” (grifei) (PAS CVM nº 19957.009486/2017-27, de minha relatoria, j. em 01.06.2021. Cf., ainda, sobre o tema, PAS CVM nº 06/2009, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 22.03.2011; PAS CVM nº 21/2006, Rel^a. Dir^a. Dolores Moura Carneiro de Novaes j. em 07.08.2012; PAS CVM nº SP2012/374, Rel. Dir. Gustavo Borba, j. em 19.07.2016; PAS CVM nº SP2014/014, Rel. Dir. Pablo Renteria, j. em 12.09.2017; e PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 09.02.2021.

³³ Art. 6º Ressalvada a hipótese de que trata o art. 7º, a SPS e a PFE elaborarão relatório, do qual deverão constar: I – nome e qualificação dos acusados; II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas; III – 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; IV – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; V – proposta de comunicação a que se refere o art. 10, se for o caso; e VI – a indicação do rito a ser observado no processo administrativo sancionador. (Atualmente, a matéria é disciplinada pelo art. 6º da RCVM nº 45/2021)

³⁴ O Relator rejeitou igualmente ambas as preliminares em tela, em parte sob fundamentação diversa: “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. (...) III.C Ilegitimidade passiva da J&F Investimentos (...) 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”. Ou seja, a J&F Investimentos era uma holding, 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. 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 opções de IDI com vencimento em janeiro de 2021. 36. Segundo o entendimento da Acusação, como Joesley Batista não poderia realizar operações com derivativos de juros em nome da J&F



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

c) *Vinculação da Administração Pública a seus próprios atos*

46. O tema foi trazido como questão preliminar, pela defesa de Joesley Batista, mas também foi abordado na defesa de Emerson Loureiro, no tocante ao mérito da acusação, ao se discutir a (a)tipicidade das operações. Sendo assim, nesta seção do voto, trato apenas da alegada impossibilidade de a CVM rever as conclusões a que chegara quanto às Operações com Derivativos de Juros no âmbito de um dos Processos de Origem, e utilizar, no RI, outro método para demonstrar a atipicidade das negociações.

47. 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”*. No entanto, apontou que, após receber comunicação do Banco Original relatando o desligamento de Emerson Loureiro por *“desvio de finalidade no exercício de mandato de trader da Mesa Proprietária por ter realizado 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 (e não sobre contratos futuros de DI), em contexto distinto, e Emerson Loureiro, quando as respondeu, apenas ter infringido políticas internas do Banco Original —, 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 pel[a] SMI”*.

48. Vale dizer, segundo a defesa, as operações não poderiam ter se tornado atípicas porque Joesley Batista e Emerson Loureiro conversaram sobre assunto sem qualquer conexão com elas. Assim, apesar de a notificação enviada pelo Banco Original à CVM poder ser entendida como um fato novo, esse não era relacionado à atipicidade das operações realizadas em 17.05.2017. Tal acontecimento não poderia, portanto, alterar uma declaração prévia da CVM acerca de uma situação de fato.

49. Em outras palavras, a SMI não havia concluído terem ocorrido operações atípicas, mas que não podiam ser classificadas como ilícito e então depois teria revisto essa opinião, passando a entender que, além de atípicas, eram também irregulares (juízo de valor). Diferentemente, consoante a defesa, a SMI havia, desde o início, concluído que as operações eram típicas (declaração acerca de situação de fato), nada havendo de novo a alterar essa situação *“entendida como constituída por seus administrados”*.

50. A defesa aduziu, ainda, que a Administração Pública não pode alterar todo e qualquer ato próprio, mas apenas anular aqueles considerados inválidos, ainda assim, respeitando-se o princípio da segurança

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.” A referência, na realidade, deve ser tida como à J&F Participações, que é a denominação social da companhia acusada neste PAS (CNPJ: 07.570.673/0001-26).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

jurídica (além de poder revogar atos inconvenientes e inoportunos). Assim, a Administração Pública federal como um todo (incluindo a CVM, por suas superintendências, e o próprio BACEN, que também analisou as operações) não poderia alterar seu entendimento acerca da existência ou não de fatos, no caso especificamente quanto à tipicidade ou não das operações (teoria da autolimitação administrativa).

51. Para a defesa, além disso, a mudança de posicionamento da CVM foi tão contraditória que se fez necessário alterar até mesmo o critério utilizado para verificar a atipicidade nas operações realizadas pelo Banco Original com os Contratos de DI1F21 negociados em 17.05.2017.

52. Joesley Batista argumentou, por fim, que o arquivamento do Processo nº 19957.004547/2017-60, após a CVM ter reconhecido a tipicidade das operações, constituiu ato jurídico perfeito, com efeitos então produzidos, de modo que a Autarquia não poderia ter alterado o juízo emitido anteriormente sobre determinado fato sem que existissem elementos a justificar tal mudança.

53. Mais uma vez, considero improcedentes os argumentos trazidos pelas defesas.

54. O Processo nº 19957.004547/2017-60 foi aberto pela SMI a partir de comunicação recebida da BSM acerca de negociações realizadas por empresas do Grupo J&F com contratos derivativos de câmbio, com contratos de derivativos de juros e com ações de emissão da JBS S.A., no contexto da divulgação das Delações Premiadas ocorrida em 17.05.2017. Esse processo, especificamente, voltou-se às operações com valores mobiliários realizadas pelo Banco Original³⁵, tendo sido emitido, ao final, o Relatório nº 21/2017-CVM/SMI/GMA-2, de 26.09.2017 (“Relatório SMI 21/2017”)³⁶, contendo “Análise preliminar com finalidade de apurar uso de informação privilegiada nas negociações com valores mobiliários realizadas pelo Banco Original S.A. no período que antecedeu a divulgação pelo jornal “O Globo”, no dia 17 de maio de 2017, após o fechamento do mercado, do Acordo de Colaboração Premiada firmados pelos empresários Joesley Mendonça Batista e Wesley Mendonça Batista, controladores do Grupo J&F” (grifos aditados).

55. Como se observa, o processo em tela não foi aberto para que a CVM proferisse qualquer decisão ou declaração especificamente quanto à tipicidade ou não das Operações com Derivativos de Juros. Seu objeto era apurar eventual uso de informação privilegiada nessas negociações. Tratava-se, ademais, como expressamente declarado no relatório, de uma “análise preliminar”.

56. O principal subsídio das apurações conduzidas naquele processo pela SMI foi o resultado de um trabalho produzido no âmbito do Procedimento Acompanhamento Específico conduzido pelo BACEN, perante o chamado Conglomerado Original, com data-base de 31.05.2017, o qual teve como objetivo avaliar as operações com derivativos cambiais e de taxa de juros realizadas nos dias 17 e 18.05.2017, no

³⁵ Foram abertos outros processos específicos pela SMI para analisar as demais operações tratadas na comunicação da BSM.

³⁶ Doc. 0366042.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

contexto da divulgação da delação premiada de Joesley Batista³⁷.

57. Segundo constou do Papel de Trabalho “Informações Gerenciais, Operacionais e de Mercado”, a análise efetuada pela autoridade monetária “*focou em apurar os fatos sob o ponto de vista de uma possível atipicidade das operações, da sua motivação econômico-financeira e do risco prudencial a que a instituição possa ter sido submetida*”³⁸ (grifos aditados).

58. Note-se que, na verificação de possível atipicidade das operações, o BACEN considerou, acerca do histórico do Banco Original no mercado de derivativos de taxa de juros, aspectos como volumes negociados e posicionamento direcional. Quanto ao posicionamento direcional, o BACEN detectou uma oscilação importante, mas a descartou como fator de atipicidade, considerando as explicações fornecidas à época pelo Banco Original. Textualmente:

“3. Derivativos de taxa de juros

O comportamento da Mesa Clientes em contratos DIIF (DI futuro de 1 dia) foi de manter-se comprada em PU (vendida em taxa) de forma praticamente estável ao longo do período analisado, um comportamento esperado por se tratar de posições para hedge. Já a Mesa Proprietária esteve vendida em PU (comprada em taxa), denotando expectativa de aumento nas taxas de juros futuros. Suas posições oscilaram em torno de 6.500 contratos durante a primeira quinzena de maio, quando em 17/5, aumentou-a para 27.520 contratos, e reduzindo-a para 5.420 no dia seguinte (Tabela 2 e Gráfico 2).

.....
Este movimento gerou um resultado no dia 18/5 de R\$ 78,1 milhões, um valor relevante, se considerado o histórico recente na atuação desta mesa. (...)

.....
Pode-se verificar que o incremento de posição em DIIF em 17/5 ocorreu concomitantemente com a redução em DOLF citada anteriormente. (...)

.....
A motivação da instituição para o desfazimento e assunção das posições ocorrido em 17/5 está fundamentado em e-mail reencaminhado a esta autarquia, conforme anexo ao documento nº. 5 deste PE. Resumidamente, a instituição informou que observou uma deterioração nos mercados globais nos dias 16 e 17, em decorrência da crise político-institucional nos EUA, ocasionando forte aversão a risco. Como o dólar já havia se valorizado recentemente, acreditava que o próximo ativo a precificar esse movimento seriam os juros, pois já haviam caído demais ao longo dos últimos meses (principalmente os DIs longos, já que os curtos aparentavam estar razoavelmente consolidados, pela proximidade do Copom). Dessa forma, orientou que a tesouraria trocasse suas posições em dólar por juros longos de forma a **antecipar uma possível movimentação das curvas DI**. Verificamos que, de fato, a maior parte da variação ocorrida em 17/5 foi em contratos DI1FF21 (DI futuro de 1 dia, com

³⁷ Os papéis de trabalho foram enviados à CVM por meio do Ofício 15632/2017-BCB/Desup, de 04.08.2017 (Doc. 0331834).

³⁸ Cf. arquivo “PT_INFOR_AE_Derivativos_Original.pdf” no Doc. 0331954 ou vide Doc. 0446265. A análise do BACEN segregou o comportamento da instituição em sua atuação nos mercados de derivativos entre a Mesa Proprietária e a Mesa Clientes, uma vez que a análise consolidada poderia levar a conclusões equivocadas dos ganhos obtidos na Mesa Clientes, sem a devida contrapartida dos resultados em seus objetos de *hedge*.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

vencimento em 1/2021), com 16.900 contratos.

4. Comportamento histórico da Mesa Proprietária

Os próximos gráficos ilustram as posições da Mesa Proprietária nos fatores de risco DOLF e DIIF, no período de 1/1/2016 a 19/5/2017.

O gráfico 6 mostra um comportamento bastante oscilante, com alternâncias frequentes entre posições compradas e vendidas, e em montantes que, poucas vezes, excedem os R\$ 250 milhões, em ambas as direções. Mais particularmente no período recente (5/2017), a mesa proprietária estava comprada, tendo reduzido suas posições nos últimos dias, em conformidade com a explicação fornecida pela IF. Avaliamos que este é um comportamento típico em uma mesa trade em que são buscadas oportunidades de ganhos na antecipação de movimentos de mercado, e os dias mais recentes não denotaram nenhum comportamento atípico nas operações com este fator de risco.

.....
O gráfico 7 mostra que, no período analisado, a mesa manteve-se predominantemente comprada em PU (vendida em taxa), tendo revertido esta posição no fim do período analisado (final de 4/2017). O comportamento mostra que não era incomum à mesa operar grandes volumes, até mesmo superiores a 40 mil contratos. Sob este ponto de vista, a exposição em 17/5, próxima a 30 mil contratos, não é atípica. Por outro lado, nos 17 meses do período analisado, esta foi a única vez em que atingiu este nível de exposição na ponta vendida em PU (nas demais vezes, sempre esteve na ponta comprada).

II - CONCLUSÃO

Considerando e ponderando todos os aspectos analisados nos itens anteriores, avalia-se que:

.....
b) As operações com taxas de juros não possuíram volumes atípicos, considerado o histórico de operações da Mesa Proprietária. No entanto, observado o horizonte temporal mais longo, configurou uma mudança de comportamento direcional, ao posicionar-se pela primeira vez de forma relevante na ponta oposta (vendida).

A instituição apresentou justificativa plausível para a fundamentação econômica da operação, e também se observou no mercado outros agentes que 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 manteve-se bastante abaixo dos limites operacionais”. (grifos aditados)

59. A SMI não destoou do BACEN em suas conclusões³⁹, tendo igualmente considerado, na avaliação da tipicidade das operações, possíveis alterações incomuns de comportamento direcional do Banco Original, como se observa nos seguintes trechos do Relatório SMI 21/2017:

“13. A análise dos negócios do Banco Original no mercado de capitais brasileiro se fará em duas vertentes. Em primeiro lugar serão analisadas as operações por ativos individualizados, buscando atipicidades, como volumes ou direções de negócio (compra/venda) incomuns.

³⁹ O Relatório SMI 21/2017 encampou as conclusões dos trabalhos efetuados no Acompanhamento Específico do BACEN.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Num segundo momento serão agregadas posições assumidas em diferentes ativos para verificar a exposição do Banco ao chamado Risco de Mercado.

.....
“80. 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. Não é possível excluir, no entanto, que o Banco tenha sido usado para permitir ganhos indevidos a outras empresas do grupo J&F, mesmo não tendo sido evidenciada nenhuma ingerência do controlador no Banco. Os fatos referentes ao controlador já são alvo dos Inquéritos Administrativos citados na nota [1].

81. Solicitamos o arquivamento do processo.” (grifos aditados)

60. O Relatório SMI 21/2017 consubstanciou, portanto, a avaliação da área técnica da CVM, com base nas informações até então disponíveis.

61. Ocorre que a informação posteriormente fornecida pelo Banco Original à CVM, em 22.12.2017⁴⁰, relativamente ao contato mantido, após a celebração das Delações Premiadas, entre Joesley Batista e Emerson Loureiro, alterava uma das premissas fáticas que tanto o BACEN, no Acompanhamento Específico, como a SMI, no Relatório SMI 21/2017, haviam adotado para chegar ao entendimento acerca da tipicidade das negociações com os Contratos DI1F21

62. Segundo informado pelo Banco Original, os referidos acusados conversaram sobre a possibilidade de realização de operações com opções sobre DI com vencimento em 2021 (mesmo vencimento das operações que acabaram sendo contratadas, ainda que por meio de outra espécie de derivativo de taxa de juros), tendo Emerson Loureiro agido naquela ocasião em desvio de função considerando sua condição de *trader* na Mesa Proprietária da instituição financeira.

63. Sendo assim, a existência de tal contato entre os acusados indicava a possibilidade de que os negócios tivessem sido motivados pela Informação Privilegiada e não pelas razões de cunho econômico-financeiro informadas pelo Banco Original, afetando, portanto, a percepção anterior dos órgãos fiscalizadores sobre o que explicava a alteração do comportamento direcional da instituição financeira em maio de 2017 e que havia levado, inicialmente, ao reconhecimento da tipicidade das operações.

64. Por esse motivo, a partir da comunicação do fato novo pelo Banco Original, a SMI abriu um novo processo administrativo (Processo CVM nº 19957.011875/2017-12), para investigar eventual correlação desse fato com o uso da Informação Privilegiada nas Operações com Derivativos de Juros, o que ensejou a revisão daquilo que até então havia sido apurado. Obviamente foi necessário reavaliar os

⁴⁰ Doc. 0414314: documento enviado pelo Banco Original à CVM, citando 2 outras comunicações (ao MPF e ao BACEN).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

próprios fatos, uma vez que havia indícios de que não teriam ocorrido como inicialmente imaginado⁴¹.

65. Após diligências adicionais perante o Banco Original, foi elaborado o Relatório nº 6/2018-CVM/SMI/GMA-2, de 13.03.2018⁴², segundo o qual foram constatados indícios de que a decisão de Emerson Loureiro, em 17.05.2017, teria sido tomada com base na Informação Privilegiada, mas não se tendo vislumbrado um conjunto de informações suficiente para o adequado suporte à formulação de acusação em desfavor dos envolvidos, recomendou-se a abertura de um IA.

66. A mudança de posicionamento da SMI foi devidamente justificada no citado relatório, considerando, dentre outros fatores, a mudança de comportamento direcional do Banco Original (aspecto fático que colocou em xeque as conclusões iniciais quanto à tipicidade das operações)⁴³. Portanto, não houve qualquer ilegalidade na retomada das investigações pela SMI, à luz dos novos fatos que vieram ao seu conhecimento e, ao final da instrução do IA, a Acusação se convenceu da ocorrência da infração.

67. Quanto à metodologia utilizada pela Acusação para apurar a tipicidade das operações, entendo que restou devidamente justificada no RI:

“118. Inicialmente, esclarece-se que a análise da atipicidade da posição formada no dia 17.05.2017 será feita em termos de potencial de ganho. Já que o caso trata-se de eventual uso de práticas não equitativas, é natural que o investidor que conheça a informação, em situação de ganho certo, procure exatamente maximizar seus ganhos com apostas com maiores potenciais de ganho, e não necessariamente essas apostas impactam mais os indicadores de risco, já que estes, por sua vez, medem o potencial de perda de uma posição”. (grifei)

⁴¹ Cf. Relatório SMI 6/2018: “34. Entretanto, tendo em vista os novos elementos trazidos pelo documento protocolizado pelo Banco Original relacionados com o caso em questão, optou-se por reavaliar os fatos e respectivas evidências de irregularidades no presente processo SEI”.

⁴² Doc. 0457613.

⁴³ Textualmente: “68. No âmbito das diversas apurações iniciais (...), a GMA-2 efetuou diversas diligências nas operações realizadas no período pelo Banco Original S.A. e concluiu a avaliação no Relatório nº 21/2017-CVM/SMI/GMA-2 (documento 0366402), sugerindo o arquivamento do processo SEI 19957.004547/2017-60: (...) 69. Contudo, a realização das referidas diligências não incluíram: (i) a tentativa frustrada de se montar uma estratégia com opções de compra de IDI com vencimento em janeiro de 2021, bem como (ii) a informação sobre a ocorrência do desvio de finalidade do exercício da atividade do trader Emerson Loureiro, que manteve contato direto com Joesley Batista em 10 de maio; conforme explicitado do item 7 ao 24 acima. 70. A apresentação de novas evidências de irregularidades (...) modifica, em nosso entendimento, a decisão de arquivamento das investigações proposta no âmbito no processo SEI 19957.004547/2017-60. 71. (...), fica desconstruída nossa hipótese de independência do Banco Original. (...) 73. Há claras evidências de que a decisão de Emerson tenha sido tomada com base em informação privilegiada do iminente vazamento do acordo de colaboração dos delatores Joesley e Wesley Batista, ou que Emerson tenha recebido ordens diretas de Joesley para assim proceder em nome do Banco. 74. Alguns aspectos devem ser considerados a esse respeito: (...) iv. (...) o Banco Central do Brasil registrou, em suas conclusões (...) que, em relação ao comportamento histórico no mercado futuro de DII, “a mesa [proprietária] manteve-se predominantemente comprada em PU (vendida em taxa), tendo revertido esta posição no fim do período analisado (final de 4/2017). O comportamento mostra que não era incomum à mesa operar grandes volumes, até mesmo superiores a 40 mil contratos. Sob este ponto de vista, a exposição em 17/5, próxima a 30 mil contratos, não é atípica. Por outro lado, nos 17 meses do período analisado, esta foi a única vez em que atingiu este nível de exposição na ponta vendida em PU (nas demais vezes, sempre esteve na ponta comprada)” [ou seja, sob o ponto de vista de volume operado não se apurou atipicidade, mas sob o ponto de vista de comportamento direcional havia indicativo de atipicidade] (grifos adotados).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

68. Valendo-se da referida metodologia, como minuciosamente explicado no RI, a Acusação:
- (i) considerou a justificativa apresentada pelo Banco Original, quanto à substituição da posição em dólar futuro por Contratos de DIIF21, com o objetivo de não aumentar o consumo de capital regulatório no qual já se incorria até então, e, por isso, buscou estabelecer critério que permitisse comparar posições em mercados diferentes;
 - (ii) demonstrou que as posições nos dias 16 e 17.05.2017 não eram equivalentes, em termos de potencial de ganho, apesar de serem praticamente equivalentes em impacto no cálculo do Índice de Basileia, evidenciando que o cálculo do Índice de Basileia tem critérios específicos, os quais não exprimem, necessariamente, o potencial de ganho de uma posição;
 - (iii) evidenciou, conseqüentemente, que o fato de a troca da posição em dólar para DI pré entre os dias 16 e 17.05.2017 não ter gerado impacto no Índice de Basileia não significou que o apetite de risco foi mantido em mesmo nível, afastando, assim, o eventual argumento de não atipicidade da posição do dia 17.05.2017 com fundamento no cálculo do Índice de Basileia;
 - (iv) passou, em seguida, a verificar a atipicidade ou não da posição do dia 17.05.2017 com foco no potencial de ganho, valendo-se dos cenários usados no cálculo do *Stress Test*, propostos pelo Banco Original em reuniões do Comitê de Gestão de Riscos e Capital, os quais representavam expectativas do Banco Original para oscilações de preços em situações extremas, como a verificada no dia 18.05.2017;
 - (v) demonstrou que avaliar o possível ganho das posições dia a dia usando os cenários do *Stress Test*, e não a possível perda, como no *Stress Test*, representava o potencial de ganho das posições de acordo com as estimativas do próprio Banco Original, detentor das posições, para oscilações fortes nos preços como a ocorrida no dia 18.05.2017⁴⁴;
 - (vi) aplicou o método para o período de 04.01.2016 a 31.05.2017 e concluiu que:
 - (a) apenas em junho de 2016 ocorreram posições com potencial de ganho comparável a posição tomada em 17.05.2017, acima de R\$ 80 milhões, e, naqueles dias, as posições foram otimistas, já que o resultado positivo foi no cenário otimista (fora esses dias em junho de 2016 e 17.05.2017, nos quais o potencial de ganho atingiu mais de R\$ 80 milhões, nos demais dias esse potencial não passou de R\$ 60 milhões);
 - (b) a posição do dia 17.05.2017 foi absolutamente atípica, só comparável, analisando o período de 04.01.2016 a 31.05.2017, a alguns poucos dias em junho de 2016 e incomparável em todo o período para posições pessimistas, já que nesses poucos dias citados as posições foram otimistas;
 - (c) o resultado obtido com a posição do dia 17.05.2017, uma posição atípica em um dia de forte oscilação favorável, foi extremamente atípico (o resultado foi de R\$ 55.742.415,64 e obtido em um único dia, 18.05.2017, representando um valor muito superior ao maior

⁴⁴ Ainda segundo o RI, (i) o referido método utiliza a opinião do próprio Banco Original sobre fortes movimentos no mercado, como o ocorrido em 18.05.2017; (ii) Emerson Loureiro, superintendente responsável por risco de mercado no Banco Original e *trader* que executou as compras em 17.05.2017, concordou que este é um método para avaliar o potencial de ganho das posições e declarou que concordava com os cenários; (iii) como os cenários são definidos para os diversos mercados, esse método é aplicável para comparar posições em diferentes mercados; (iv) diferentemente do possível máximo de perda calculado pelos métodos usados para o cálculo do risco de mercado, o potencial de ganho calculado por esse método proposto representa de forma mais adequada o “tamanho da aposta” em casos de uso de práticas não equitativas por informação privilegiada não divulgada ao mercado, já que são situações de ganho certo, incompatíveis com estimativas de perdas (o investidor em condição privilegiada busca a aposta que proporcione o maior retorno possível).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- resultado anual obtido pela mesa proprietária do Banco Original, no valor de R\$ 40,764 milhões, desde a entrada de Emerson Loureiro na função de chefe da mesa); e
- (d) entre 04.01.2016 e 31.05.2017, a participação do Banco Original no volume do mercado de DIIF21 também foi atípica nos dias 17 e 18.05.2017.

69. Observo que a defesa não impugnou a correção do método empregado pela Acusação (não indicando quaisquer inconsistências etc.), mas questionou apenas o fato de o referido método não ter sido usado nas investigações desenvolvidas nos Processos de Origem, as quais, como já apontado, eram preliminares e não consideraram fatos que impactavam as premissas então utilizadas.

70. Desse modo, não vislumbro qualquer ilegalidade no fato de a CVM ter reaberto investigações, prerrogativa que lhe cabe e de que se vale, aliás, com relativa frequência, a qual não se confunde com o exercício de autotutela pela Administração Pública, atinente à revogação ou anulação de atos administrativos. Os Processos de Origem consubstanciaram investigações preliminares para apuração de materialidade e autoria, ante a suspeita de ocorrência de infração. As análises ali realizadas (Relatórios SMI 21/2017 e 6/2018) não geraram direito adquirido para quem quer que seja e que pudesse ter sido violado com a reabertura da investigação, após o conhecimento pela CVM de novos fatos.

71. Com base nos fundamentos acima, entendo que a preliminar deve ser igualmente rejeitada.

V MATERIALIDADE E AUTORIA DA INFRAÇÃO DE USO DE PRÁTICA NÃO EQUITATIVA

72. Ultrapassadas as questões preliminares, passo a verificar se estão presentes, neste caso, os elementos caracterizadores da infração imputada aos Acusados, à luz dos indícios da prática infracional apontados pela Acusação, sopesando-os com os contraindícios trazidos pelas defesas dos Acusados, e, ainda, apresentando as razões e fundamentos das conclusões a que chego neste caso.

a) Negociações com Valores Mobiliários

73. De início, destaco que todas as infrações objeto deste PAS dizem respeito a negociações, em Bolsa, com Contratos de DIIF21⁴⁵, os quais têm natureza jurídica de contratos derivativos, cujo ativo subjacente é a taxa média diária dos DI, calculada e divulgada pela B3, compreendida entre a data de negociação, inclusive, e a data de vencimento, exclusive.

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

b) Indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade

75. Depreende-se da Peça de Acusação que as Operações com Derivativos de Juros realizadas em

⁴⁵ Cf. o RI, as variações tidas nas posições em outros contratos de DI foram insignificantes comparadas à variação em DIIF21.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

17.05.2017 teriam sido irregulares porque teriam se dado com base na Informação Privilegiada, que colocou os seus detentores em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade frente aos demais participantes das operações, valendo destacar os seguintes trechos que bem sintetizam a questão:

“100. Em um primeiro momento, apesar de ser uma conclusão trivial, para evitar qualquer dúvida nesse sentido, note-se que, antes do vazamento ocorrido no dia 17.05.2017, alguém de posse da informação teria total consciência do efeito que sua divulgação causaria no mercado financeiro.

101. Pode-se pensar em fazer comparações com outras divulgações de delações, entretanto o caso do dia 17.05.2017 não tem similares anteriores. O país, em crise econômica, havia passado pela queda de uma Presidente da República, a nova equipe estava propondo medidas que agradavam os participantes do mercado financeiro, o limite do teto de gastos já havia sido aprovado e tentava-se aprovar a reforma da previdência. Toda essa mudança de direção pelo Governo animara o mercado financeiro, o dólar havia caído de R\$ 3,50, em abril de 2016, para R\$ 3,10, em maio de 2017, mas já vinha em queda anterior partindo de R\$ 4,00, em janeiro de 2016, com a expectativa de troca de governo. A taxa básica de juros do Banco Central do Brasil – Selic – estava em queda e estavam precificadas, no mercado futuro, mais quedas à frente.

102. Junto a isso, a Polícia Federal e a Justiça continuavam investigando e processando pessoas ligadas ao meio político. Algumas instituições do mercado apontavam riscos de não prosseguimento das reformas por perda de força política pelo então Presidente, devido a essas operações, algumas chegavam até a indicar compra de dólares com fundamento nesse risco.

103. Então, nesse cenário, claramente, uma informação com potencial de acabar com o poder político do presidente seria como uma bomba no mercado financeiro. A possibilidade de queda do Presidente, até então considerada pouco provável, em um primeiro momento, com total incerteza do que viria em seu lugar, sem dúvida, levaria o mercado financeiro a colocar em jogo toda a melhora recente, e precificar boa parte desse movimento de ajuste imediatamente, como de fato ocorreu no dia 18.05.2017.

104. Sobre isso, [C.C.], gerente de investimentos da JBS em maio de 2017, em depoimento à Polícia Federal (...), questionado se tivesse tido conhecimento do procedimento de delação premiada de parte da diretoria da JBS, isto seria algo que, na sua opinião, geraria impacto no mercado, respondeu que “se há envolvimento diretamente do Presidente da República nesta delação, então seria uma informação muito importante, o que podemos chamar de ‘evento’, ou seja, uma notícia que gera repercussão imediata no mercado” (pergunta 16).

105. Assim, não há dúvida que uma pessoa portadora da informação antes do dia 17.05.2017 sabia do impacto que esta poderia causar no mercado e que não há qualquer outra delação comparada a essa, tanto por não envolver o Presidente da República como por não ter ocorrido em momento e contexto tão propícios ao impacto.

106. Além disso, Emerson, logicamente, entendia de mercado financeiro, era o mais sênior da mesa proprietária do Banco Original. Joesley, por sua vez, como informado por ele mesmo e por Emerson e relatado nos parágrafos 68 a 82, em especial no parágrafo 77, mantinha contato com Emerson e [R.H.] sobre o mercado financeiro, solicitava informações sobre petróleo, comparativos entre bonds emitidos por diferentes empresas, consultava preços em sistemas sem precisar do auxílio deles, além de outras ações, e isso já havia muitos anos em 2017. Logo, não há qualquer dúvida de que Joesley entendia de mercado mais que o suficiente para compreender o impacto que a informação geraria”. (grifos adotados)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

76. Consta, ainda, do RI, trecho que descreveu a matéria jornalística veiculada em 17.05.2017:

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

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

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

77. Segundo a Acusação, portanto, a posição de desequilíbrio ou desigualdade decorreu do fato de as Operações com Derivativos de Juros terem sido motivadas por informação então ainda sigilosa acerca das Delações Premiadas, cuja divulgação acarretaria reflexos óbvios sobre o mercado futuro de DI.

78. Com efeito, a mera assimetria informacional entre os participantes do mercado de valores mobiliários não enseja, por si só, indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade nas negociações realizadas⁴⁶. O que não se admite é a negociação de valores mobiliários em situação de assimetria informacional não equitativa, ou seja, em desequilíbrio ou desigualdade gerada pela posse de informação inacessível aos demais participantes do mercado e ao público em geral⁴⁷ e, portanto, indevida.

79. É incontroverso, a meu ver, que, à época das negociações com os Contratos de DI1F21 objeto deste PAS, a informação acerca das tratativas para a celebração dos acordos de colaboração premiada, assim como sobre as ações controladas realizadas e a própria assinatura das Delações Premiadas ainda

⁴⁶ Importa reconhecer que são legítimas as assimetrias informacionais entre os participantes acerca do funcionamento do mercado de valores mobiliários que decorram das próprias diferenças de qualificação, experiência ou dedicação daqueles que nele operam. Assim, não há indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade se o participante opera com base em conhecimento sobre o mercado de valores mobiliários que tenha ele próprio produzido (mediante estudos, análises, inferências, obtenção de informações juntos a especialistas, reunião e sistematização de informações esparsas acessíveis ao público etc.), ainda que mantenha apenas para si tal conhecimento, o que também nada tem de irregular. A completa igualdade informacional entre todos os agentes de mercado não seria nem mesmo natural e sequer factível. Como apontou o Diretor Henrique Machado, no julgamento do PAS CVM nº 10/2012, em 13.11.2018, de que foi relator, “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”.

⁴⁷ Informação inacessível, explique-se, não tem o mesmo significado de informação de difícil ou custoso acesso (por exemplo, porque seja dispendiosa a sua obtenção, porque não facilmente encontrável ou porque sua interpretação ou decodificação demande conhecimento altamente especializado) e sim de informação cujo acesso ao público em geral não seria permitido, validamente, por exemplo, por estar protegida por sigilo, como ocorreu no caso vertente. O sigilo, ademais, não necessariamente precisa decorrer de norma atinente ao funcionamento do mercado de capitais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

não havia sido divulgada ao mercado, uma vez que os fatos atinentes a essas só vieram a público com a divulgação da matéria jornalística ocorrida às 19:30h do dia 17.05.2017. Tal informação deveria, inclusive, ser necessariamente mantida sob sigilo, segundo previa o art. 7º da Lei nº 12.850/2013⁴⁸ e, ainda, diante dos termos pactuados entre o MPF e os colaboradores⁴⁹.

80. Além disso, como apontado no RI, o conteúdo da informação era capaz de influenciar, de modo ponderável, a decisão, por quem a detivesse, de negociar com determinado valor mobiliário, denotando a sua relevância, o que era igualmente necessário para que se configurasse uma situação de assimetria informacional não equitativa. Desnecessário, para tanto, que a informação dissesse respeito ao valor mobiliário, em si, objeto de negociação (DIIF21), como sugerido pela defesa⁵⁰.

81. A defesa argumentou, porém, que notícias sobre a negociação de delação premiada estavam na mídia desde o início do mês de abril de 2017 e o possível envolvimento do então Presidente da República em condutas investigadas pela Polícia Federal vinha sendo amplamente divulgado pela mídia há alguns meses, razão pela qual essas circunstâncias já eram conhecidas e precificadas pelo mercado, de modo que, na ausência de sigilo sobre esse fato particular, seria impossível considerar que existia desequilíbrio entre os Acusados e o mercado capaz de resultar em vantagem indevida, ainda que potencial.

82. Sem razão a defesa. Entendo que, no caso concreto, era notório o caráter preditivo (*price sensitive*) da Informação Privilegiada. Considerando os agentes políticos envolvidos nos fatos objeto da delação, tratava-se de informação com potencial efeito sistêmico. Com efeito, o fato de haver gravação ligando o então Presidente da República pessoalmente a ilícitos penais investigados na operação Lava-Jato, que, segundo os delatores, estariam inclusive ainda ocorrendo⁵¹, tinha o potencial de comprometer a agenda governamental, incluindo as reformas econômicas em curso, notadamente a previdenciária.

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

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

⁴⁹ O fato de informações acerca das Delações Premiadas terem vazado previamente para certos integrantes da imprensa não inviabilizou a respectiva homologação pelo Ministro Edson Fachin, em 11.05.2017. O vazamento para tais jornalistas, que mantiveram reserva até a noite de 17.05.2017, tampouco poderia ser considerado como divulgação da Informação Privilegiada, pois essa só atingiu o público em geral com a publicação da notícia propriamente dita, pelo órgão de imprensa.

⁵⁰ V. item IV, “a”, deste voto, sobre a preliminar de incompetência da CVM para punir Joesley Batista e Emerson Loureiro.

⁵¹ Como os delatores acreditavam se inferir da gravação de conversa de Joesley Batista com o então Presidente da República.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

nas Delações Premiadas e seu potencial impacto⁵².

84. A relevância da informação vazada em 17.05.2017 foi evidenciada também no depoimento prestado à Polícia Federal por C.C., gerente de investimentos da Diretoria de Controle de Risco da JBS, tal como referido no item 104 do RI, acima transcrito⁵³.

85. Não vejo, portanto, como equiparar o vazamento do dia 17.05.2017 a notícias que haviam sido anteriormente divulgadas acerca de outros acordos de colaboração premiada com menção ao então Presidente da República, a fim de, com isso, ignorar a relevância da informação acerca das Delações Premiadas que até então vinham sendo mantidas em sigilo ou desconsiderar a evidente correlação entre a divulgação do conteúdo das Delações Premiadas e a expressiva alta da taxa de juros então observada.

86. Do mesmo modo, algumas poucas notícias esparsas divulgadas na mídia a partir de abril de 2017 sobre a possibilidade de os Irmãos Batista negociarem acordos de colaboração premiada eram até então especulativas e sem quaisquer detalhamentos, de modo que não tiveram o condão de afastar a confidencialidade das informações que eram objeto dos acordos que vinham sendo efetivamente negociados com o MPF pelos Irmãos Batista e demais executivos do grupo J&F.

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

“Mesmo no caso de divulgação, pela mídia, de dados mais detalhados sobre determinado fato, é possível que a assimetria informacional existente entre os *insiders tradings* e o restante do mercado não seja atenuada, porque os primeiros têm certeza daquilo que sabem e o mercado ainda está diante de especulações e incertezas. Assim, o vazamento de informações relevantes não necessariamente quer dizer que a informação deixou de ser privilegiada. O juízo de valor acerca da qualidade da informação e, conseqüentemente, da existência, ou não, da vedação de sua utilização em negociações de mercado, somente pode ser feito diante das circunstâncias do caso concreto”.⁵⁴

⁵² Uma das notícias divulgada na manhã de 18.05.2017 afirmava: “Essa não é a primeira vez que o presidente é jogado para o meio da maior investigação contra a corrupção no país. Mas, agora, o teor do depoimento e as provas a ele atrelados colocam em risco a sua permanência no cargo – algo inédito nos últimos 370 dias de governo [de M.T.]” (<https://exame.com/brasil/o-que-acontece-em-caso-de-impeachment-ou-renuncia-de-ft./>, acesso em 11.09.2023) (grifei). Em outra constou: “Até mesmo deputados da base do governo já admitem que as notícias veiculadas nesta quarta-feira, 17, têm força para pôr fim ao governo [M.T.]. Reservadamente, um deputado (...) afirmou que espera um gesto de grandeza de [M.T.] caso fique comprovado o teor da delação premiada da JBS. O parlamentar se referia a uma possível renúncia (...)” (<https://www.estadao.com.br/politica/deputados-da-base-ja-falam-em-renuncia-de-ft./>, acesso em 11.09.2023) (grifei).

⁵³ Vide Termo de Declarações de C.C., extraído do PAS CVM nº 19957.005388/2017-11, conforme Doc. 0636429.

⁵⁴ PAS CVM nº RJ2013/8609, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 09.05.2017. A decisão citada foi proferida em processo no qual se apurava a prática de *insider trading*, mas o mesmo racional se aplica ao presente PAS, em que se apura a ocorrência de prática não equitativa mediante uso indevido de Informação Privilegiada no mercado de derivativos de juros.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

88. Não obstante, apenas o efetivo uso da Informação Privilegiada na negociação dos Contratos de DIIF21, antes de sua divulgação, acarretaria, de fato, uma indevida situação de desequilíbrio ou desigualdade em relação aos demais participantes das operações naquele mercado, configurando o uso de prática não equitativa⁵⁵. Em outras palavras, o fato de o participante deter a informação privilegiada, por si só, não traz maiores consequências, porém, ao valer-se da informação não divulgada na negociação com valores mobiliários, ele viola o dever que se extrai do próprio enunciado do item II, “d”, da ICVM nº 8/1979, qual seja, o de atuar em condições equitativas com os demais participantes das operações no mercado. Tal dever reflete, na forma de obrigação, a vedação contida na norma⁵⁶. Na base dessa construção encontra-se a proteção basilar ao “princípio da equidade nas negociações”⁵⁷.

c) O uso da Informação Privilegiada nas Operações com Derivativos de Juros

89. Cabe analisar se houve uso da Informação Privilegiada nas Operações com Derivativos de Juros.

90. À luz do quanto apurado nas investigações, a Acusação entendeu ter reunido indícios graves, precisos e concorrentes quanto ao uso de práticas não equitativas nas Operações com Derivativos de Juros e à responsabilização dos Acusados, os quais reputo consubstanciarem mais precisamente indícios do efetivo uso da Informação Privilegiada, assim resumidos no RI:

“i. **Vínculo com a informação.** Emerson Loureiro, quem executou as compras de DIIF21, em 17.05.2017, em nome do Banco Original S.A., possuía estreito vínculo de longa data com Joesley Batista, detentor da informação não pública. (...), Emerson foi indicado para Presidente do Banco Original S.A., criado pelo grupo JBS quando Joesley era o Presidente da JBS S.A. e ciente e de acordo com essa indicação; Emerson era uma das duas pessoas para quem Joesley ligava quando buscava informações sobre o mercado financeiro; há gravação de ligação entre os dois, no dia 10.05.2017, que trata de demanda de Joesley com termos que indicam intenção de compra de DI por parte deste; não é possível afastar contato entre os dois por WhatsApp e há indícios de que Joesley soube por [M.M.], no dia 17.05.2017, que haveria operação da Polícia Federal relacionada ao conteúdo da delação no dia seguinte.

⁵⁵ A utilização de informação privilegiada na negociação de valores mobiliários tem sido considerada modalidade de prática não equitativa, quando não se enquadra na tipificação mais específica do *insider trading*, prevista no art. 4º, inciso IV, “c”, da Lei nº 6.385/1976, no art. 155, §§ 1º e 4º, da Lei nº 6.404/1976 e regulamentada no art. 13 da ICVM nº 358/2002.

⁵⁶ Divergindo de alguns entendimentos manifestados em precedentes do Colegiado sobre o tema, considero que a indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade de que cuida o item II, “d”, da ICVM nº 8/1979 ocorre quando o participante infringe o dever de atuar em condições equitativas no mercado de valores mobiliários, ínsito àquele mesmo dispositivo, e não apenas quando tal posição resulte de violação a dever legal ou fiduciário advindo de outra fonte normativa autônoma.

⁵⁷ Vide, a propósito, decisão proferida pelo Colegiado, em 02.04.2003, no julgamento do PAS CVM nº 38/00, em que os acusados foram condenados por uso de práticas não equitativas: “No que concerne à imputação de responsabilidade com base na alínea “d” do item II da Instrução CVM nº 08/79, é indispensável levar em consideração que o mercado de valores mobiliários rege-se por regras muito específicas, tendo em vista preservar, dentre outros, o princípio da equidade nas negociações, buscando-se evitar que os agentes participantes do mercado possam valer-se de privilégios – efetivos ou por eles próprios criados – devendo negociar, portanto, em igualdade de condições. Na doutrina dominante, a prática não equitativa pressupõe a vontade do agente em prejudicar, em criar ou se aproveitar de uma situação de desequilíbrio em relação a um dos intervenientes na operação.” (grifos adotados) (trecho do voto do Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

ii. **Motivação e benefício pessoal.** Emerson e Joesley entendiam o suficiente de mercado financeiro para saber o potencial efeito da divulgação do conteúdo da delação nos preços dos ativos operados por Emerson, efeito verificado de fato; e sabiam que seriam pessoalmente beneficiados pelo resultado positivo obtido com essas operações, (...);

iii. **Atipicidade.** Como rigorosa e detalhadamente demonstrado e explicado (...), a posição montada por Emerson para a mesa proprietária do Banco Original, no dia 17.05.2017, foi atípica considerando o padrão histórico da mesa proprietária, comandada por Emerson. 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 foram atípicos o volume operado em DIIF21 em nome do Banco Original em comparação com o volume operado por todo o mercado;

iv. **Timing.** Como relatado (...), a posição foi montada a partir das 14h do dia 17.05.2017 e gerou resultado positivo de R\$ 55.742.415,64, timing perfeito;

v. **Fundamentos e contradições.** Como relatado (...), a fundamentação apresentada por Emerson para a montagem da posição 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 ter começado o dia vendendo DIIF21 a ponto de ficar com posição consolidada vendida e na hora do almoço, no táxi, ansioso, insistente, ter acionado seus subordinados para verificação da maior posição que poderia montar (...). Também aparecem contradições nos argumentos apresentados por Joesley para a demanda solicitada a Emerson de que trata a ligação do dia 10.05.2017 e na afirmação de Emerson de que teria vendido DI no dia 10, após a ligação que indicava compra.⁵⁸ (grifos aditados)

91. Vale dizer, foi comprovado que, em 10.05.2017, Emerson Loureiro entrou em contato com Joesley Batista, em resposta a uma consulta deste sobre a possibilidade de se realizar operação com opções de DI com vencimento em 2021⁵⁹. Sete dias depois, após pressionar subordinados, por telefone, para que obtivessem da área de risco o cálculo da maior posição que poderiam montar em DIIF21 respeitando o limite do Índice de Basileia⁶⁰, Emerson Loureiro efetuou, ao longo da tarde do mesmo dia

⁵⁸ Item 200 do RI (Doc. 0764882).

⁵⁹ Cf. arquivo “Maio – Emerson Loureiro - 3291.csv” da pasta “Registros de Ligações” dos docs. 0508399, 0508412, 0508426, 0508443, 0508448, 0508450, 0508453 e 0508461

⁶⁰ O RI destaca seis ligações telefônicas que retratam a pressão exercida por Emerson Loureiro, a saber: (i) Ligação recebida por F.H. (Tesouraria), do celular de Emerson Loureiro, às 12h24: Emerson questionou F.H. se V.H.O., responsável pela área de risco do Banco Original estava no local, ou qualquer colaborador daquela área, mas foi informado que não estavam em suas mesas. Emerson, então, solicitou a F.H. que verificasse com a área de risco, o mais breve possível, qual seria o limite máximo de contratos futuros para tomar uma posição em DIIF21, caso a carteira proprietária do Banco não detivesse nenhuma outra posição em derivativos, dado o limite do Índice de Basileia. E pediu que F.H. fosse falando com ele por WhatsApp (arquivo “1) FH Call1_11_6421124997132139244_1_50.wav” da pasta 2e do doc. 0417413); (ii) Ligação de F.H. para L.M. (área de risco), às 12h33: F.H. repassou a solicitação de Emerson para L.M., o qual informou que o cálculo “*não era tão rápido*”, mas que a área de risco faria o mais rápido possível (arquivo “2) FH Call1_12_6421127221925198605_1_50.wav” da pasta 2e do doc. 0417413); (III) Ligação recebida por T.C. (tesouraria), do celular do Emerson, às 12h33: Emerson pediu a T.C. para falar com F.H.. T.C. informou que F.H. estava falando com a área



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

em que houve o vazamento da Informação Privilegiada, as Operações com Derivativos de Juros, em montante expressivo, com vencimento justamente em janeiro de 2021 (tal como aventado na conversa com Joesley Batista) e alegadamente atípicas para os padrões do Banco Original.

92. Foi apurado, ademais, que havia possibilidade de que M.M., ex-Procurador da República, à época dos fatos então, alegadamente, já contratado como advogado pelo Grupo J&F, tivesse informado a Joesley Batista sobre uma operação policial, relacionada ao conteúdo da Delação Premiada, que seria deflagrada em 18.05.2017 e, ainda, que os acusados mantinham vínculo profissional de longa data, incluindo contatos para troca de informações sobre o mercado financeiro, sendo possível que ambos também tivessem se comunicado à época dos fatos, a corroborar que Joesley Batista teria recebido informações de terceiro inclusive sobre o iminente vazamento da Informação Privilegiada no dia 17.05.2017 ou em seguida, e repassado a Emerson Loureiro.

93. Ou seja, para a Acusação, estavam reunidos indícios do compartilhamento de Informação Privilegiada, do *timing* perfeito e da perspectiva de ganhos com as operações, que potencialmente beneficiariam a ambos, ainda que indiretamente, como acabou se confirmando (cerca de R\$ 55 milhões).

94. Segundo a Acusação, as explicações dadas por Emerson Loureiro para as Operações com Derivativos de Juros realizadas, bem como as fornecidas por Joesley Batista acerca de seu contato com o primeiro, em 10.05.2017, apresentaram contradições, reforçando a percepção de que a real motivação de ambos, naqueles contextos, era valer-se da posição de assimetria informacional.

95. A Acusação concluiu então que Joesley Batista e Emerson Loureiro agiram em conluio, uma vez que Joesley Batista tinha inequivocamente conhecimento da Informação Privilegiada (era delator) e, ao mesmo tempo, seria possível inferir, a partir dos referidos indícios, que ele também sabia do iminente vazamento pela imprensa, mas, por não exercer qualquer função no Banco Original, embora detivesse participação indireta em sua controladora (era “grande acionista” da J&F Participações), teria repassado

de risco e pediu para aguardar. Após aguardar um pouco, F.H. informou a Emerson que L.M. falou que o cálculo era demorado, mas que a área de risco daria prioridade. Emerson, então, falou para F.H. ir até a área de risco, procurar V.H.O. e questioná-lo quanto poderia tomar de DI1F21 sem nenhuma outra posição para “*ir pra Basileia no limite*” (arquivo “3) [A.] Call1_2_6421242962689852473_1_50.wav” da pasta 2e do doc. 0417413); (iv) Ligação recebida por T.C., do celular de Emerson, às 13h12: Emerson perguntou a T.C. se a equipe de Risco já havia concluído o cálculo. T.C. informou que ainda não, e que apenas V.H.O. estava na área de risco. Emerson, então, falou para T.C. fazer pressão. T.C. disse que ligaria e Emerson falou para não ligar, para ir lá (arquivo “4) [A.] Call1_3_6421242962689852474_1_50.wav” da pasta 2e do doc. 0417413); (v) Ligação recebida por F.H., do celular do Emerson, às 13h25: Emerson perguntou a F.H. se estavam abaixo de 11% na Basileia, e se V.H.O. estava considerando que zerariam dólar. [F.] informou que V.H.O. falou que estavam em 11% e que com a posição zerada, só o DI1F21, seriam 20.000 contratos para deixar a Basileia como estava, em 11%. Emerson questionou se caso tomasse mais, se Basileia começaria a cair, o que foi confirmado por F.H. (arquivo “5) FH Call1_14_6421140836971527146_1_50.wav” da pasta 2e do doc. 0417413); (vi) Ligação recebida por Emerson, do Diretor A.M. (15h03): A.M. questionou se ele tomou os 20.000 contratos e iria vender ou continuar com a posição em DOL. Emerson informou haver continuado com os contratos de DOL e iria vendê-los no fim do pregão. A.M. e Emerson, então, debateram as condições do mercado no dia (arquivo “6) EL Call1_4_6421165872335896522_1_50.wav” da pasta 2e do 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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

tais informações a Emerson Loureiro, o qual, por sua vez, como Superintendente de Tesouraria do banco, delas teria se valido ao adquirir os Contratos de DIIF21. Ou seja, a infração somente teria se concretizado a partir da atuação conjugada de Joesley Batista e Emerson Loureiro.

96. Como visto, ante as circunstâncias apontadas, tais conclusões se mostravam bastante plausíveis. Afinal, o que mais poderia ter motivado tais operações naquele exato momento senão a Informação Privilegiada e a expectativa de seu iminente vazamento no dia 17.05.2017 ou em seguida?

97. Observo, em acréscimo, que, conforme indicado pelo BACEN, a Mesa Proprietária do Banco Original tinha atuação predominantemente especulativa, o que também era conveniente e ia ao encontro do objetivo supostamente perseguido por Joesley Batista, com as Operações com Derivativos de Juros⁶¹.

98. As defesas, contudo, questionaram as premissas utilizadas pela Acusação e, ao mesmo tempo, apresentaram contraindícios de que tivesse havido uso da Informação Privilegiada na montagem da posição do Banco Original em Contratos de DIIF21, no dia 17.05.2017.

99. Em primeiro lugar, as defesas aduziram que o vínculo entre Joesley Batista e Emerson Loureiro era estritamente profissional e os contatos entre si, incluindo a troca de informações sobre o mercado financeiro, eram esporádicos, e, por si só, não autorizariam presumir que tivesse ocorrido o compartilhamento da Informação Privilegiada.

100. Quanto à ligação telefônica de 10.05.2017, as defesas destacaram que Joesley Batista e Emerson Loureiro sequer conversaram sobre Contratos de DIIF21, mas sim sobre se seria possível realizar operações com opções referenciadas em taxa de juros⁶². Em depoimento à CVM, Joesley Batista, perguntado sobre o motivo de ter solicitado aquela informação a Emerson Loureiro, afirmou:

“À época o que eu me recordei, depois eu até fiquei pensando o que eu estava querendo nesse dia, na época nós estávamos no processo de desinvestimento (...). O que eu me recorde, se eu não me engano, eu estava pensando em alguma estrutura de dar algum prazo para o comprador para facilitar vender. (...) São ideias, eu sou uma pessoa que eu tenho ideias e eu sou impulsivo, eu tenho ideias e eu ligo e quero saber, tive uma ideia aqui, mesmo que ideias que não façam nenhum sentido, isso foi uma ideia que não fez nenhum sentido, liguei, pensei alguma coisa, alguma estrutura de prazo, como é que poderia fazer um troço amarrado para facilitar”.⁶³

⁶¹ Segundo o papel de trabalho elaborado no Processo de Acompanhamento Específico, a Mesa Proprietária tinha por objetivo a obtenção de lucro em operações no mercado assumindo posições especulativas (majoritariamente em dólar e DI futuro), tendo livre mandato para operar, dentro dos limites de risco definidos em política (VaR – R\$20 milhões; *Stress Test* – R\$50 milhões; e *Stop-Loss* – R\$20 milhões/trimestre). Os limites eram de baixo apetite a risco de mercado, e VaR representando somente 1,86% do PR em 6/2017 (arquivo “PT_INFOR_AE_Derivativos_Original.pdf” no Doc. 0331954 ou Doc. 0446265).

⁶² Ao ser questionado por Joesley Batista sobre essa possibilidade, Emerson Loureiro respondeu que “na prática, não existe essa opção [com vencimento em] janeiro 21”, ou seja, que tal derivativo não existia então no mercado padronizado da BM&F.

⁶³ Doc. 0580546, a partir de 32min38s.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

101. Salientou, ainda, a defesa de Joesley Batista que DI1F21 e opções que têm a taxa de juros como ativo subjacente não se confundem: DI1F21 é contrato futuro, com liquidação diária das diferenças da taxa média diária dos DI's, só negociado em mercados organizados; já opções com taxa de juros como ativo subjacente tem por objeto o direito de comprar ou de vender um bem por preço fixo numa data futura, a demonstrar a ausência de correlação entre a conversa de 10.05 e as operações feitas em 17.05.

102. Também ressaltaram as defesas o fato de o contato entre os acusados ter ocorrido em uma linha telefônica sabidamente gravada, o que não seria condizente com o intuito de praticar uma irregularidade.

103. A Acusação aduziu, porém, que não seria razoável a pergunta de Joesley Batista, no contexto do processo de desinvestimento, porque uma operação com opções para janeiro de 2021, como solicitado por ele na ligação, tinha prazo de mais de três anos e meio para vencimento, prazo esse muito superior àquele ao final concedido na operação de desinvestimento mencionada no depoimento. A defesa, de toda a sorte, pontuou que o processo de desinvestimento pressupunha conversas e negociações com muitos interessados, como, de fato, ocorreu, e que, nesse sentido, Joesley Batista teria se referido às perspectivas que tinha diante de si naquele momento, e não quando da conclusão do negócio.

104. Ainda sobre a motivação para o contato telefônico do dia 10.05, observo que constou, no relatório elaborado no âmbito de investigação interna realizada pelo Banco Original, que Joesley Batista afirmara em entrevista que não considerou realizar uma operação de opção de taxa de juros cuja cotação perante bancos havia solicitado a Emerson Loureiro, mas que tal cotação teria por finalidade averiguar a volatilidade do mercado naquele momento⁶⁴. Isso condizia com o quanto alegado em outros trechos de seu depoimento perante a CVM, no sentido de que estava *“interessado no prêmio, no preço da opção”* (35min05s) e que *“opção é uma coisa que eu sempre gosto de saber o preço, nunca operei (...) nunca usei, assim, de fato, mas eu gosto por quê? (...) A opção reflete o preço (...)”* (36min,28s), referindo-se, mais uma vez, na sequência, ao seu interesse nesse tipo de informação, para se posicionar em caso de eventual necessidade de conceder prazo a compradores, no âmbito do referido processo de desinvestimento.

105. A explicação, por outro lado, destoava da intenção por ele literalmente manifestada na ligação telefônica do dia 10.05.2017, quando respondeu positivamente à pergunta de Emerson Loureiro sobre se queria *“[t]er a opção de tomar a um determinado preço lá na frente”*, cujos termos utilizados remetem a uma posição que ganha com a alta das taxas, a qual veio, de fato, a ser montada por Emerson Loureiro, embora não com opções, mas em operações com juros futuros.

106. Sobre esse fato, Joesley Batista, não obstante, afirmou, no mesmo depoimento à CVM, que queria *“fixar o preço”, “travar o preço”, “não é comprar nem vender”* e que sempre teve o cuidado de não dar quaisquer indicativos aos seus subordinados sobre qual era sua intenção, ao solicitar informações,

⁶⁴ Doc. 0546349.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

inclusive para evitar que pudessem ser eventualmente influenciados por isso (a partir de 38min36s).

107. Por sua vez, Emerson Loureiro, indagado sobre o teor da mesma conversa telefônica com Joesley Batista disse, em depoimento à CVM⁶⁵, que *“pra mim, então, foi um negócio legítimo (...) sob o meu ponto de vista, doutor, eu estou respondendo, né, não vou nem dizer que ele tava me perguntando, ele tava cotando no sentido de saber quanto tá o preço, como se fosse um carro, como qualquer ativo né”* (25min37s), mas, ao ser confrontado com a transcrição da conversa, chegou a admitir, que *“talvez eu tenha concluído que ele quisesse tomar”* uma vez que, sobre os juros, *“não me parecia um payoff razoável apostar que depois de toda aquela queda ainda ia cair”* (a partir de 27min09s).

108. Como se nota, os depoimentos são, em certa medida, vacilantes quanto ao teor da conversa de 10.05.2017, havendo a possibilidade de que Joesley Batista estivesse cogitando montar uma posição em derivativos a partir de uma expectativa quanto à alta dos juros. Não é possível descartar, por outro lado, que tenha se tratado de mera solicitação de cotação, sem maiores pretensões, como alegado por ambos.

109. No que concerne aos dias subsequentes, pontuou a defesa que seria exigir prova de fato negativo (dita prova diabólica) esperar que os acusados comprovassem que não tiveram qualquer contato após o dia 11.05 (data em que Emerson Loureiro enviou um e-mail a Joesley Batista, ainda referente ao assunto tratado no contato telefônico mantido no dia anterior). Não obstante, apresentou contraindícios de que tivesse ocorrido algum contato entre os acusados até o dia do vazamento, a saber:

- (i) Joesley Batista provou que não estava no Brasil na data das operações e deu o detalhamento de ligações e serviços da linha móvel que utilizada na época dos fatos (maio de 2017)⁶⁶;
- (ii) O Banco Original entregou registros de ligações e gravações das quais não consta qualquer comunicação entre Joesley Batista e Emerson Loureiro⁶⁷;
- (iii) Emerson Loureiro apresentou as contas de seus celulares corporativo e pessoal das quais não constam ligações entre ele e Joesley Batista⁶⁸; e

⁶⁵ Doc. 0567845.

⁶⁶ Nos termos do RI: *“90. Em 30.08.2017, atendendo voluntariamente a solicitação feita em depoimento, Joesley Batista enviou documento no qual consta registro do Órgão de Controle de Fronteiras dos Estados Unidos da América (0602951), o qual comprova que ele esteve naquele país entre 11 e 20.05.2017, portanto não teria ocorrido contato pessoal entre ele e Emerson no dia 17.05.2017. 91. No mesmo documento constam também folhas da fatura do telefone celular pessoal de Joesley, usado no período analisado. Nela há apenas uma ligação recebida no dia 17.05.2017 à noite, a qual, mesmo considerando o fuso horário, não é indício de contato relacionado às operações analisadas”*.

⁶⁷ Segundo também relata a Peça de Acusação: *“84. Com relação a possíveis contatos telefônicos, em resposta aos Ofícios nº 46/2018/CVM/SPS/GPS-3 (0495135) e nº 106/2018/CVM/SPS/GPS-3 (0540130), o Banco Original enviou os registros de ligações e as gravações dos ramais da mesa proprietária (pastas “Áudios” e “Registros de Ligações” do doc. 0508395 e anexo e pasta “Registro das Ligações” do doc. 0545390 e anexo). Além das ligações já relatadas no parágrafo 55, foi identificada apenas mais uma ligação, interna, no dia 17.05.2017, no ramal 3170 referente a cálculo de risco de 20.000 contratos de DIIFF21 (“Call1_4_6421138483329448904_1_50.wav”), não foi identificado qualquer contato entre Emerson e Joesley nem qualquer citação ao conteúdo da Colaboração Premiada”*.

⁶⁸ Como constou no RI: *“85. Em resposta ao Ofício nº 85/2017/CVM/SMI/GMA-2 (doc. 0414332), o Banco Original enviou*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

(iv) Joesley Batista entregou os seus celulares para as autoridades.

110. A defesa também alegou que não havia qualquer elemento que apontasse, ainda que em tese, que Joesley Batista ou Emerson Loureiro tinham conhecimento de que a imprensa divulgaria uma notícia, em 17.05.2017, sobre a homologação das Delações Premiadas ou sobre o conteúdo de alguns de seus anexos. Argumentou, ainda, que nenhum dos colaboradores sabia quando as Delações Premiadas (ou parte delas) seriam reveladas (dada a dinâmica processual envolvida até a respectiva homologação pelo Poder Judiciário e o levantamento do sigilo) e nem poderia saber, de modo que os Acusados não teriam como se beneficiar da Informação Privilegiada para fins de prática não equitativa⁶⁹.

111. Esclareço, por oportuno, que, a meu ver, não se fazia necessário, em princípio, para fins de caracterização do uso de práticas não equitativas na negociação de valores mobiliários mediante uso de informação privilegiada, comprovar que o participante tivesse absoluta certeza em relação ao momento em que a informação viria a público. Bastaria que existisse a expectativa de que isso ocorreria em breve e influenciaria o comportamento do valor mobiliário adrede negociado com o seu uso, para que daí decorresse a posição de assimetria informacional e a possibilidade, em tese, que os acusados dela tivessem se valido nas negociações⁷⁰. Os acusados, aliás, podiam ter a expectativa de que as Delações Premiadas fossem, dentro em pouco, homologadas e divulgadas e, com isso, resolvido montar a posição em Contratos de DIIF21, e, ainda assim, terem sido igualmente surpreendidos pelo vazamento, pela imprensa, da Informação Privilegiada, sem que esse fato, por si só, afastasse a tipicidade da conduta.

112. Neste PAS, no entanto, a Acusação partiu da premissa de que Joesley Batista efetivamente sabia que o vazamento da Informação Privilegiada estaria para ocorrer após o fechamento do pregão do dia 17.05, ou em seguida⁷¹, tendo repassado esse conhecimento a Emerson Loureiro, o que caracterizaria o vínculo desse último com a Informação Privilegiada e explicaria, ainda, o *timing* perfeito das operações

as partes da conta dos celulares corporativos referentes ao número usado por Emerson e ao período de 22.04 a 21.05.2017 (pasta 3b do doc. 0417413). Não há registro de qualquer ligação realizada. 86. Além disso, em 14.08.2018, Emerson enviou demonstrativo de uso de sua linha de telefone celular pessoal usada em maio de 2017, referente ao período de 21.03 a 20.06.2017 (0580599). Constam os registros das ligações realizadas por Emerson para o Banco Original, relatadas no parágrafo 55, de três ligações para celulares e de duas para telefones fixos. Nenhuma dessas cinco ligações apresenta indício de contato com Joesley”.

⁶⁹ As defesas alegaram que essas circunstâncias afastariam a assimetria informacional, questionando como a informação poderia ser útil aos Acusados sem que se esses soubessem exatamente o momento em que seria divulgada. Entendo, contudo, que a discussão também diz respeito ao efetivo uso da Informação Privilegiada.

⁷⁰ Nesse sentido, manifestou-se o Presidente da CVM, no julgamento deste PAS: “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”.

⁷¹ Nos outros dois PAS conexos, cujos julgamentos foram retomados nesta mesma data, a Acusação também chega a cogitar que Wesley Batista ou Joesley Batista, conforme o caso, pudessem ter conhecimento acerca do iminente vazamento das Delações Premiadas pela imprensa, em 17.05.2017, mas, diferentemente deste caso, naqueles processos as acusações não estão alicerçadas no indispensável reconhecimento de tal fato e, portanto, se mantêm coerentes independentemente disso.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

(realizadas às pressas no próprio dia 17.05), de modo que a imputação feita no RI em desfavor dos Acusados dever ser analisada pelo julgador sob tal ótica.

113. Ocorre, todavia, que a premissa em tela baseou-se não propriamente em indícios convergentes e robustos, mas precipuamente nas seguintes suposições: (i) a de que o ex-Procurador da República M.M. que havia atuado na Operação Lava-Jato pode ter repassado a Joesley Batista informação sobre operação policial relacionada ao conteúdo das Delações Premiadas, que seria deflagrada no dia 18.05.2017, uma vez que ambos integravam um grupo de WhatsApp⁷²; e (ii) a de que Joesley Batista poderia ter repassado tal informação a Emerson Loureiro, também por WhatsApp, pois mantinham estreito relacionamento.

114. Porém, como bem apontado pelas defesas, não foi apresentada qualquer evidência de que a Informação Privilegiada tivesse percorrido tal caminho, nem de qual teria sido o conteúdo dos supostos contatos entre M.M. (ex-Procurador da República), e Joesley Batista e entre esse e Emerson Loureiro.

115. Também não vislumbro nos autos provas de que o relacionamento entre Joesley Batista e Emerson Loureiro ultrapassasse o âmbito profissional, ainda que haja alguma controvérsia quanto à frequência com que ocorriam e a proximidade entre os acusados, no dia a dia da empresa⁷³.

116. A defesa alegou que a tese de acusação foi baseada na suposição de que as informações poderiam ter sido trocadas via WhatsApp porque Emerson Loureiro teria utilizado o WhatsApp no dia 17.05.2017 e Joesley Batista tinha histórico de uso do aplicativo, segundo outras investigações, mas sequer foi comprovada a utilização por esse último na data do ocorrido. A defesa mencionou, ainda, o fato de o referido aplicativo ter apresentado grande instabilidade em 17.05.2017, o que foi noticiado mundialmente, sendo mesmo improvável que Joesley Batista tivesse dele se utilizado naquele dia.

117. Com efeito, os registros telefônicos que instruíram os autos não apontaram contato entre Joesley Batista e Emerson Loureiro após 11.05.2017, e Joesley Batista estava fora do País. Cabe, por outro lado, considerar que chamou a atenção da Acusação que também não tivessem sido identificados contatos telefônicos entre os acusados entre os dias 02 e 10.05, tendo em vista que, em 10.05, Emerson Loureiro

⁷² Nas palavras da Acusação: “há notícia de que [M.M.] sabia, na manhã do dia 17, que operação da Polícia Federal poderia ser deflagrada no dia seguinte para prisões (...). Assim, pode ter passado essa informação no grupo com os irmãos Batista e isso pode ter motivado Joesley” (grifos adotados).

⁷³ O Banco Original forneceu um breve histórico da atuação profissional mais recente de Emerson Loureiro junto ao Grupo J&F: (i) entre 20.03.2009 e 29.04.2013, foi presidente do Banco Original do Agronegócio (na época denominado Banco JBS); (ii) entre 13.10.2011 e 29.04.2013, também atuou como presidente do Banco Original (na época denominado Banco Matone); (iii) entre 04.09.2013 e 17.02.2014, atuou como administrador da Original Asset Management Ltda. (na época denominada Forsix Administradora de Recursos Ltda. e posteriormente JAM Administradora de Recursos Ltda., que tinha por objeto a gestão de carteiras e a administração de fundos de investimentos, e foi adquirida pelo Banco Original em 03.10.2014, tendo seu nome então alterado para Original Asset Management Ltda.; (iv) entre 17.02.2014 e 01.09.2017, trabalhou no Banco Original na posição de Superintendente Executivo de Tesouraria; e (v) a partir de 01.09.2017, foi transferido para a J&F Investimentos S.A, não tendo sido informada a função que passou a exercer desde então.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

claramente retornara um contato anterior de Joesley Batista, sendo que esse, por sua vez, havia dito que se comunicava com Emerson Loureiro por telefone. Remanescem incongruências nesses dados.

118. Daí ter a Acusação aventado, em vista do intervalo em questão, que o contato teria sido feito por aparelho celular, mas não por ligação telefônica, e sim por aplicativo de mensagens, porém admitindo que “[n]ão 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”.

119. Vê-se, portanto, que, no tocante ao caminho percorrido pela Informação Privilegiada, mostraram-se razoáveis tanto os argumentos da Acusação como os apresentados pelas defesas, sendo, a meu juízo, nesse aspecto, insuficientes os indícios coligidos para efetivamente formar prova indiciária a embasar conclusão de que a Informação Privilegiada foi transmitida por Joesley Batista a Emerson Loureiro.

120. Além disso, quanto ao alegado contato entre Joesley Batista e M.M., a defesa afirmou não ter ocorrido tal fato e trouxe evidências para apontar que eventual contato entre eles não poderia ter versado sobre o vazamento da Informação Privilegiada, considerando-se que:

- (i) O grupo de WhatsApp ao qual se refere a Acusação não existia quando M.M. atuava como procurador federal e a própria matéria jornalística apresentada pela Acusação confirma que o tal grupo foi criado em 31.03.2017, de modo que (a) o conteúdo das mensagens trocadas no grupo é totalmente desconhecido; (b) a conjectura sobre o que ali se falou é totalmente irrelevante para fins probatórios no âmbito de um PAS; e (c) seria de se supor que M.M. mantinha grupo tão somente para se comunicar com Joesley Batista porque ele era seu cliente;
- (ii) Não mais subsistem quaisquer acusações contra M.M. por força de sua atuação como advogado, uma vez que o Tribunal Regional Federal decidiu pela licitude de sua conduta no exercício da advocacia para o Grupo J&F, tendo proferido decisão que trancou a ação penal contra ele instaurada, que versava sobre suposta prestação de auxílio intelectual na celebração do acordo de colaboração premiada com os Irmãos Batista, tendo sido afastada a hipótese de relação entre M.M. e a Procuradoria-Geral da República na colaboração premiada (seu contato teria sido, no máximo, com os colaboradores, não com agentes estatais)⁷⁴;
- (iii) O fato de M.M. participar de um grupo de conversas com Joesley Batista não poderia levar à conclusão de que ambos compartilhavam todas as informações possíveis; e
- (iv) A notícia juntada como prova pela própria Acusação⁷⁵ dizia apenas que M.M. sabia da operação da Lava Jato contra dois parentes de um senador, o que é corroborado no RI⁷⁶, mas essa informação, que Joesley Batista supostamente teria recebido e repassado a Emerson Loureiro (i.e., a possível prisão de pessoas ligadas ao senador), não tinha relação com a motivação apontada para que Joesley Batista alegadamente tivesse cometido a infração

⁷⁴ Indicou notícia disponível em: [https://www.conjur.com.br/2019-set-17/trf-acolhe-hc-tranca-acao-ex-procurador-\[M.M.\]](https://www.conjur.com.br/2019-set-17/trf-acolhe-hc-tranca-acao-ex-procurador-[M.M.]).

⁷⁵ Cf. RI, N.R. 12, a notícia em: [https://www.metrol.com.br/noticias/politica/50172,ex-procurador-sabia-de-operacao-contra%20irma-de-\[A.\].html](https://www.metrol.com.br/noticias/politica/50172,ex-procurador-sabia-de-operacao-contra%20irma-de-[A.].html).

⁷⁶ Item 98 da Peça de Acusação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

administrativa, que seria o impacto no mercado ocasionado pela revelação de informações ligadas ao então Presidente da República;

- (v) Foi emitida nota oficial da Procuradoria-Geral da República dizendo que M.M. não teria atuado nestes casos e, portanto, os desconhecia⁷⁷.

121. A partir da leitura da própria notícia divulgada em 17.05.2017, defesa também apresentou indícios para reforçar o argumento de que Joesley Batista não sabia nem mesmo que a Informação Privilegiada havia sido vazada para um jornalista e, portanto, muito menos saberia quando seria divulgada pela imprensa. A notícia divulgada em 17.05.2017 dizia o seguinte:

“Pela primeira vez na Lava-Jato foram feitas “ações controladas”, num total de sete. Ou seja, um meio de obtenção de prova em flagrante, mas em que a ação da polícia é adiada para o momento mais oportuno para a investigação. Significa que os diálogos e as entregas de malas (ou mochilas) com dinheiro foram filmadas pela PF. As cédulas tinham seus números de série informados aos procuradores. Como se fosse pouco, as malas ou mochilas estavam com chips para que se pudesse rastrear o caminho dos reais. Nessas ações controladas foram distribuídos cerca de R\$ 3 milhões em propinas carimbadas durante todo o mês de abril”
(grifos no original)

122. Assim, argumentou a defesa que Joesley Batista não podia efetivamente saber (i) se as ações controladas das quais participou seriam medidas inéditas; (ii) quantas vezes foram realizadas tais ações; (iii) que as malas de dinheiro entregues em ações controladas estavam com *chips* de rastreamento, ou seja, não teria como saber a estratégia para rastreamento utilizadas pelos agentes investigadores; e (iv) nem que foram distribuídos cerca de R\$ 3 milhões, dado que o acusado entregou R\$ 500 mil em notas com número de série rastreados, ou seja, apenas uma parte do dinheiro usado nas ações controladas.

123. A rigor, não se pode descartar a possibilidade de o jornalista ter se valido de mais de uma fonte para elaborar a reportagem que implicou no vazamento, o que poderia, então, ter incluído informações repassadas por Joesley Batista. Além disso, o fato de Joesley Batista não ter vazado a informação para o jornalista também não afastaria, peremptoriamente, a possibilidade de que, em dado momento, tivesse sido avisado sobre isso e de que uma reportagem seria em seguida divulgada. De todo modo, reconheço, no cotejo entre indícios e contra-indícios, que não há como firmar convicção segura desfavorável ao acusado, pois são vários os elementos que favorecem igualmente a tese da defesa.

124. De outra parte, corroborando que Joesley Batista e Emerson Loureiro não teriam agido motivados pela ciência da Informação Privilegiada e do momento de seu vazamento, as defesas apresentaram justificativas e evidências quanto ao racional econômico, a tipicidade e o *timing* das operações, a saber:

⁷⁷ Segundo a referida nota: *“Acerca de notícias veiculadas pela imprensa na manhã deste sábado, 20 de maio, a Procuradoria-Geral da República esclarece que o ex-procurador da República e hoje advogado [M.M.] não participou das negociações do acordo de colaboração premiada dos executivos do grupo J&F.”* (Doc. 0850318).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- (i) Segundo a defesa de Emerson Loureiro, o acusado observou uma deterioração nos mercados globais nos dias 16 e 17.05.2017, em razão da crise político institucional nos EUA, com forte aversão a risco. Com o recém-valorizado, o próximo ativo a precificar esse movimento seriam os juros, que tinham caído demais nos meses anteriores (principalmente os DIs longos; os curtos pareciam estar consolidados, pela proximidade do Copom). Assim, optou por trocar suas posições em dólar por juros longos para se antecipar a uma possível movimentação das curvas DI⁷⁸;
- (ii) O primeiro dado que Emerson Loureiro considerou para justificar a operação que realizou diz respeito ao histórico de queda do DI, que vinha caindo há pelo menos sete dias (e o RI admitiu que estava caindo há oito dias), sendo extremamente improvável que o DI continuasse caindo, já que em pouquíssimas ocasiões isso ocorreu, consoante restou demonstrado por Parecer Técnico elaborado em agosto de 2019, a pedido da defesa de Emerson Loureiro (“Parecer para Emerson”)⁷⁹, corroborando o que o acusado manifestara em seu depoimento à CVM⁸⁰;
- (iii) Emerson Loureiro havia percebido também que o dia 17.05.2017, data em que ele realizou as operações, era uma quarta-feira e, segundo afirmou em seu depoimento à CVM, havia uma tendência de subida do ativo nas quintas-feiras⁸¹, o que foi corroborado pelo Parecer para Emerson, em análise estatística, valendo-se, para tanto, de uma série histórica mais longínqua, desde agosto de 2009 (rechaçando, assim, o contra argumento do RI de que a explicação dada por Emerson Loureiro não condizia com o fato de que, na quarta-feira anterior ao dia 17.05.2017, dia 10.05.2017, o preço do DI1F21 caíra com relação ao dia anterior)⁸²;
- (iv) Emerson Loureiro também afirmou em depoimento que levou em consideração ao tomar sua

⁷⁸ Cf. o arquivo “RES Operação de Tesouraria.msg” na pasta 2a do Doc. 0417413, em que consta e-mail de 01.06.2017, de que constam as referidas justificativas para as Operações com Derivativos de Juros. Nesse sentido, no Relatório SMI 21/2017, considerou-se que a motivação do Banco Original para o desfazimento e assunção das posições ocorrido em 17.05.2017 estava fundamentada no referido e-mail, depois transmitido também ao BACEN, que dele se valeu no Processo de Acompanhamento Específico. Porém, trata-se, na realidade, de mensagem eletrônica na qual o Diretor Financeiro do Banco Original transmitiu a V.H.O., responsável pela área de risco da instituição financeira, as justificativas apresentadas pela Tesouraria (leia-se, portanto, por Emerson Loureiro) quanto ao racional por trás das operações, não refletindo propriamente uma opinião pessoal daquele diretor, embora se possa presumir que a administração do Banco Original tivesse reconhecido como plausíveis as justificativas do *trader*, ao menos até aquele momento.

⁷⁹ Doc. 0850324. Consoante o citado parecer: “O que se verificou, portanto, é que “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 DI1F21. De forma análoga, pode-se dizer que a chance de se observar um dia precedido de 8 pregões negativos é inferior a 1%”.

⁸⁰ Em textual: “Porque o pré estava no sétimo dia de queda, era o sétimo dia consecutivo que o DI caía, é muito raro isso acontecer, é muito raro, muito raro. No dia seguinte, estava indo para o oitavo dia de queda, o que é raríssimo, raríssimo (...).”

⁸¹ Emerson Loureiro assim declarou: “Não existe, é um pouco de estatística. Além do que, isso aí era uma quarta, toda quinta-feira o Tesouro Nacional realiza os leilões de título público para rolagem da dívida. Existe um padrão nisso, né, o pré na quarta-feira ele fica mais comprador porque sabe que no dia seguinte, toda quinta-feira tem um grande tomador que é o governo, faz parte dessa dinâmica do mercado.”

⁸² Segundo o Parecer para Emerson, verificou-se que, de fato, dentre todos os dias da semana, a quinta-feira era o dia em que havia o maior número de variações positivas do ativo. A análise foi expandida para cada ano, desde 2009, confirmando a regularidade do padrão. No parecer constou que “a quinta-feira não apenas é o dia com maior preponderância de retorno positivos, como também é aquele com maior retorno” e que, “[q]uando combinados os resultados das sequências de dias com retornos negativos e dos dias da semana, observa-se que em apenas quatro dias, entre 2009 e maio de 2017, foram observadas quartas-feiras precedidas de oito pregões negativos; sendo que após estas datas, o retorno médio da quinta-feira foi de 0,50%, sendo que em 2/3 destas datas o retorno observado na quinta-feira foi positivo (estes resultados foram obtidos descartando a observação do dia 17.05.2017).”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

decisão o fato de que o *“Iene estava se valorizando em 1,40%, o S&P estava caindo 1,80%, era o Trump, os leaks né do negócio de Rússia, de eleição, que ele ia ser impeached, né, foi a maior queda do S&P naquele ano, no ano até aquele dia, então, para mim era um, as treasuries fechando, era um cenário claro de risk off, claro de risk off (...)”*, e o Parecer para Emerson corroborou esses argumentos, ao concluir, com base em análise estatística, que a valorização do iene e a queda acentuada da S&P500 *“se tratam de indicadores de movimento de saída de capital dos Estados Unidos, o que invariavelmente levaria a um fluxo de capital para economias emergentes, inclusive por meio da compra de títulos públicos, o que, por sua vez, acarretaria em uma valorização de ativos como o DIIF21.”*;

- (v) Emerson Loureiro, declarou em seu depoimento, que *“no dia 17.05.2017 o DI estava indo para o oitavo dia de queda e o dólar já estava subindo”*, o que, consoante a Acusação, não seria verdadeiro, pois o dólar ainda não estava subindo, mas o acusado 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, eram imensos e a memória humana é imperfeita, devendo-se considerar que o que ele pretendeu dizer foi que o dólar já havia firmado uma tendência forte de subida, o que de fato ocorreu. Portanto, quando ele disse que *“o dólar já havia subido, o dólar estava subindo”*, referia-se 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 corroboravam esse entendimento, não fazendo sentido sustentar que teria havido uso de informação privilegiada somente porque ele foi impreciso em seu depoimento com relação a um aspecto que não alterava o quadro como um todo;
- (vi) Outros agentes no mercado se posicionaram da mesma forma, como reconhecido pelo Banco Central, ao analisar as operações;
- (vii) Emerson Loureiro requereu análise da área de risco e determinou que fosse observado o limite do índice de Basileia, ao passo que, se a operação fosse irregular, pouco importaria a análise de risco. Caso se tratasse de informação privilegiada, ele não se ateria a limites, pois certamente iria fazer de tudo para investir para além dos seus limites, já que o ganho seria garantido, não fazendo sentido valorar este fato para dizer que ele agira de forma irregular;
- (viii) A acusação não poderia se sustentar no fato de que Emerson Loureiro lucraria com o uso da informação privilegiada, em virtude de sua remuneração no Banco Original variar conforme seu desempenho, uma vez que esse argumento serviria para qualquer operação que fosse realizada pelo acusado, lícita ou não, de modo que, isoladamente, é inservível;
- (ix) A defesa de Joesley Batista, por sua vez, apresentou Parecer Técnico Econômico-Financeiro, elaborado em setembro de 2019, endereçado ao Banco Original (*“Parecer para o Original”*)⁸³, tendo como escopo *“apresentar uma análise técnica das operações da tesouraria do Banco Original S.A. no mercado de derivativos no dia 17 de maio de 2017”*, o qual corroborou a existência de fundamentos econômicos para os negócios e a normalidade nas atuações;
- (x) Após análise dos panoramas internacional e nacional entre 2015 e 2017, além de eventos

⁸³ Doc. 0850386. Esse parecer foi apresentado pela defesa de Joesley Batista, sob a alegação de que teria sido solicitado que o Banco Original apresentasse o contexto e o racional das operações realizadas no mercado de derivativos por sua tesouraria, no dia 17.05.2017, uma vez que o acusado desconheceria totalmente as operações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

relevantes nos dias 16 e 17.05.2017⁸⁴, o Parecer para o Original destacou, quanto à atuação da Mesa Proprietária do Banco Original em negociações com contratos futuros no período de 08 a 17.05.2017, os seguintes aspectos: “(i) a estratégia da Mesa Proprietária denota uma ampliação das posições compradas e vendidas em DI de 1 dia futuro ao longo desse período; (ii) houve uma ampliação da posição comprada F21 entre os dias 16 e 17 de maio, passando de 3.200 para 20.100; (iii) há indicativos de que a Mesa Proprietária tenha atuado de forma especulativa no F21, visando aumentar seus lucros, antecipando movimento do mercado financeiro doméstico, no qual se observou aumento dos negócios em contratos futuros na B3, provavelmente influenciados por fatores internacionais, como o agravamento da crise política norte-americana e a maior volatilidade, com queda nos principais indicadores, cotações e preços; e (iv) considerando que os contratos com vencimentos mais longos tendem a ter ajustes superiores aos de vencimentos mais curtos, a Mesa Proprietária poderia ter obtido retornos maiores caso optasse por contratos como, por exemplo, o F25 (...), ao invés de F21, o que não ocorreu”. Sendo assim, destacou o parecer que “os movimentos de mercado e das posições da Mesa Proprietária (...) denotam mudanças de táticas normais diante de incertezas”, assim “os resultados decorrentes posições (...) são compatíveis com a convenção de mercado”. Isso porque se, por um lado, o Banco diminuiu as posições em contratos futuros de dólar comercial em 17.05.2017, por outro, aumentou suas posições em DI de 1 dia. Os pareceristas concluíram, então, que as análises dos acontecimentos e das operações realizadas, especificamente no dia 17.05.2017, denotam normalidade nas atuações;

125. Em manifestação técnica complementar, a Acusação refutou aspectos apontados no Parecer para Emerson e no Parecer para o Original, alegando que:

- (i) O Parecer para Emerson, em seu item 4.3, apresentou análise do histórico de operações da Mesa Proprietária, em que as compras e vendas totais de cada dia foram obtidas somando-se as quantidades negociadas em DI's com vencimentos distintos, e, assim, mostrando que a posição montada em 17.05.2017 havia sido superada em vários momentos desde 2015, e concluindo que ela não seria atípica, porém somar quantidades de DI's com vencimentos distintos não seria tecnicamente correto;
- (ii) Quanto ao fato de que os ganhos teriam sido maiores se Emerson Loureiro tivesse montado posição em DIIF25, argumentou que a liquidez do DIIF21 era muito maior que a do DIIF25, assim, seria mais difícil montar a posição no DIIF25, e ainda mais difícil desmontá-la em um momento de turbulência, como foi o dia seguinte (18.05.2017), além do que o acusado já

⁸⁴ O Parecer para o Original destacou, no contexto internacional, que o período entre janeiro de 2015 e maio de 2017 apresentou quadro adverso, de elevada incerteza e recorrentes mudanças de expectativas dos agentes econômicos, marcado por elevação dos juros, eleição de Donald Trump, crise política nos EUA, desaceleração do crescimento econômico da China, política monetária expansionista do Banco Central Europeu, desdobramentos da crise da Grécia e do Brexit, queda nos preços das commodities e piora da economia argentina. No quadro doméstico, apontou que o Brasil enfrentava desdobramentos das crises econômica e política decorrentes da implementação da política econômica do segundo governo de Dilma Rousseff e de seus sucessores, do *impeachment*, da alta volatilidade do dólar no período, do que teriam decorrido a pior da crise econômica do desemprego e da renda da população. Como eventos relevantes nos dias 16 e 17.05.2017, o Parecer para o Original mencionou as incertezas o aumento de volatilidade, aversão a risco e incertezas no mercado internacional (principalmente por força da instabilidade política e econômica norte-americana), o que ocasionou queda das bolsas norte-americanas, inglesa e japonesa e teria sido sentido no mercado brasileiro principalmente após o fechamento do mercado em 16.05.2017, afetando significativamente “os principais índices e cotações do mercado financeiro brasileiro, tais como ações, câmbio e mercado futuro”. Constatou ainda do parecer, que houve significativo aumento de contratos negociados no mercado de futuros, com variação de 48% e 18% acima do dia anterior, respectivamente, nos mercados futuros de dólar e de DI.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

vinha montando e desmontando pequenas posições do DI1F21 e não havia montado nenhuma posição no DI1F25, ao menos desde 01.01.2016;

- (iii) Sobre a análise estatística da série histórica do DI1F21, apontou que das quatro quartas-feiras citadas no Parecer para Emerson, estão compreendidas no período de análise da atipicidade do RI os dias 28.12.2016 e 17.05.2017, sendo a última data o dia da montagem da posição investigada, e na primeira a mesa proprietária zerou todas as posições que tinha, não seguindo a mesma conduta; e
- (iv) Por fim, pontuou que as correlações da série histórica do DI1F21 com o Iene e com o S&P500, apresentadas no Parecer para Emerson, foram insignificantes, sendo incorretas as conclusões de que a valorização do Iene e do S&P500 indicariam tendência de variação positiva do ativo DI1F21 no dia seguinte.

126. A defesa de Emerson Loureiro apresentou nova manifestação, instruída, ainda, com complemento ao Parecer para Emerson (“Parecer Complementar”), em que são refutados os pontos suscitados na manifestação técnica complementar, alegando, em resumo que:

- (i) O Parecer Complementar esclarece que não somou as posições com diferentes títulos de DI, mas tão somente consignou que, em quatorze ocasiões, a Mesa Proprietária assumiu uma posição comprada em DI Futuro mais relevante do que aquela observada em maio de 2017, de modo que *“para a estimativa dos dias em que houve exposição ao risco maior ou igual à observada em 17/05/2017, não foi realizado o somatório de posições com diferentes títulos, mas sim analisado em quais oportunidades a mesa proprietária assumiu posições mais importantes que nesta data em algum título DI Futuro”*;
- (ii) Segundo o Parecer Complementar, um comportamento distinto da Mesa Proprietária em 28.12.2016 não afastaria a atipicidade de uma quarta-feira precedida de tantos pregões negativos, tampouco a assimetria da quinta feira em relação aos demais dias nem comprovaria qualquer ilegalidade na operação realizada em 17.05.2017, além do que somente se poderia vislumbrar uma atuação verdadeiramente distinta entre as duas situações caso a posição montada em 17.05 tivesse tido por base, apenas, o fator da ocorrência de uma quarta-feira precedida de 8 pregões negativos, quando, segundo alegado por Emerson Loureiro, sua decisão baseou-se, também, em diversos fatores econômicos e de política externa, devidamente indicados, sendo, sob essa perspectiva, extremamente improvável que os dias 28.12.2016 e 17.05.2017 tivessem reunido as mesmas características em todos os aspectos;
- (iii) O Parecer Complementar não buscou encontrar na correlação entre a série histórica do DI1F21 com o Iene e com o S&P500 um indicador absoluto da tendência de variação do DI1F21, mas tão somente verificar se, tal como dito pelo acusado em seu depoimento, se existia alguma relação entre o DI1F21, o Iene e o S&P500, embora evidentemente esse fator não tivesse sido o maior determinante para a realização das operações⁸⁵;
- (iv) Apesar de DI1F21 ter, de fato, apresentado maior liquidez no período analisado, é fato que os ajustes do ativo DI1F25 gerariam retornos mais expressivos, ou seja, as conclusões contidas no Parecer para o Original não são afetadas pelas considerações da Acusação, não tendo sido comprovados; e

⁸⁵ Segundo o Parecer Complementar, *“a metodologia utilizada no parecer não foi de previsão (...), mas sim de justificação, buscando entender se as condições observadas naquele momento eram realmente as defendidas por Emerson”*.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- (v) O Parecer para o Original apontou que de 16 a 17.05.2017 houve um significativo aumento do número de contratos negociados, de Ibovespa, de Dólar Comercial, de Euro e de DI de 1 dia, ao passo que o Relatório SMI 21/2017 reconheceu que outros agentes se posicionaram de mesma forma que a mesa proprietária do Banco Original.

127. Como se observa, em que pese os fortes indícios consubstanciados na pressa de Emerson Loureiro em realizar as operações no dia 17.05.2017 e o fato de o vazamento da Informação Privilegiada ter se dado exatamente no fim daquele dia, as defesas também apresentaram argumentos plausíveis (ainda que não imunes a críticas, como visto acima) para justificar ter feito as operações naquela data, considerando-se, notadamente, a proximidade de leilão de títulos públicos e seus efeitos no mercado, bem como o comportamento histórico do DI, após período em queda, aspectos frisados por Emerson Loureiro, ainda na fase investigativa.

128. A propósito, entendo que não foram afastados tais argumentos corroborados pelos pareceres técnicos apresentados pelas defesas, que evidenciam a existência de outra possível explicação para a atuação de Emerson Loureiro, no dia 17.05.2017, desvinculada da Informação Privilegiada, acrescentando ainda mais incerteza quanto à procedência do quadro fático desenhado no RI.

129. Por fim, não é de se descartar a hipótese de que Emerson Loureiro tenha, por influência do que conversara com Joesley Batista nos dias 10 e 11.05.2017, feito elucubrações sobre o que motivara os questionamentos desse último sobre a possibilidade de operar com derivativos de taxa de juros com vencimento em 2021 e, a partir daí, tenha concebido a ideia de montar a posição em Contratos de DI1F21. Com efeito, no Relatório Suplementar que complementou a análise das operações com Contratos de DI1F21, no âmbito de investigação interna contratada pelo Banco Original, constou o seguinte apontamento, acerca da entrevista com Joesley Batista⁸⁶:

“Foi afirmado pelo Sr. Joesley Batista que ele não realizou nenhuma operação envolvendo opção de taxa de juros e que tampouco recomendou ao Sr. Emerson Loureiro que realizasse a Operação DI Futuro. Nesse sentido, o Sr. Joesley esclareceu que o Sr. Emerson nunca adotou nenhuma posição no Banco por recomendação sua. O Sr. Joesley Batista afirmou ainda que o contato telefônico entre ambos poderia, em tese, ter influenciado eventuais posições tomadas pelo Sr. Emerson Loureiro num contexto amplo de considerações que ele possa ter levado em conta para tomada de decisões de investimento, ainda que ele, Joesley Batista, não tivesse indicado qualquer elemento relacionado à celebração – ou divulgação – dos Acordos [de delação premiada].” (grifos adotados)

130. No mesmo sentido, sobre a entrevista com Emerson Loureiro, constou do citado relatório:

“O Sr. Emerson Loureiro afirmou que o Sr. Joesley Batista não deu qualquer indicação de que a taxa de juros se valorizaria. Além disso, o Sr. Emerson afirmou que o contato havido entre ambos não teria sido determinante para a realização da Operação DI Futuro, mas

⁸⁶ Doc. 0546349.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

admitiu que a conversa pode ter exercido alguma influência na formação de sua decisão de investimento sob uma perspectiva contextual mais ampla.” (grifos adotados)

131. A meu juízo, contudo, essa possível (e até mesmo provável) influência exercida por Joesley Batista sobre a opinião de Emerson Loureiro não equivale, de todo modo, para fins sancionatórios, ao compartilhamento da Informação Privilegiada propriamente dita, nem a uma ordem⁸⁷ de Joesley Batista para a realização das operações. Sob tal perspectiva, seria dado conceber que, naquele momento, Joesley Batista poderia ter inculcado em Emerson Loureiro um questionamento quanto à conveniência de investir em derivativos de taxas de juros, levando-o a cogitar e decidir pela aquisição dos contratos.

132. Subsistem, portanto, fundadas dúvidas quanto à real intensidade dos vínculos entre Joesley Batista e Emerson Loureiro, sobre terem os acusados mantido ou não contato após 11.05.2017 e, ainda, acerca da motivação para as negociações com os Contratos de DIF21 no *timing* perfeito em que se deram.

133. Destarte, a despeito da plausibilidade da narrativa acusatória, reconheço que os contraíndícios apresentados pelas defesas são, neste caso, igualmente fortes e convergentes o bastante para contrabalancear os indícios apontados na Peça de Acusação, de modo que não alcanço convicção sobre o uso da Informação Privilegiada na consecução das Operações com Derivativos de Juros.

134. Em benefício da clareza, não é que fosse imprescindível fazer prova direta do acesso à Informação Privilegiada por parte de Emerson Loureiro, tampouco que tal acesso não pudesse restar evidenciado por meio de prova indiciária (ou seja, por um conjunto de indícios fortes e convergentes), o que seria amplamente respaldado pelos precedentes da CVM. A questão que remanesce, contudo, deriva do sopesamento entre os conjuntos de indícios e de contraíndícios, após o que, neste caso, não consigo dissipar dúvida razoável quanto a se Joesley Batista sabia que o vazamento da Informação Privilegiada estava para ocorrer no dia 17.05.2017 e, com vistas à realização das Operações com Derivativos de Juros, transmitiu a Emerson Loureiro informação sobre o teor das Delações Premiadas, inclusive sua correlação com a gravação do então Presidente da República, crucial para as repercussões.

135. As dúvidas que remanescem já seriam suficientes para concluir pela absolvição dos Acusados, uma vez que, no regime sancionador, devem operar a seu favor, afastando a materialidade da infração imputada. Não obstante, entendo que cabe, ainda, abordar os aspectos atinentes ao papel que teria sido

⁸⁷ Mesmo considerando que Emerson Loureiro não era formalmente subordinado a Joesley Batista, esse era um dos controladores do Banco Original, sendo evidente que tivesse, na prática, condições de fazer valer sua vontade naquela interação, se assim desejasse, razão pela qual era, em tese, possível que Joesley Batista tivesse ordenado a operação. A SMI, inicialmente responsável pelas investigações, chegou a aventar essa possibilidade, consoante constou do RI: “15. Por fim, a GMA-2 conclui que: 73. Há claras evidências de que a decisão de Emerson tenha sido tomada com base em informação privilegiada do iminente vazamento do acordo de colaboração dos delatores Joesley e Wesley Batista, ou que Emerson tenha recebido ordens diretas de Joesley para assim proceder em nome do Banco.” (grifei). No entanto, o RI concentrou-se na primeira hipótese. Caso Emerson Loureiro tivesse seguido ordens de Joesley Batista, sem ciência da Informação Privilegiada, não haveria justa causa para acusá-lo, uma vez que não teria como imputar-lhe o dolo quanto ao uso de prática não equitativa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

desempenhado por cada um deles no alegado uso de prática não equitativa, tendo em vista o racional empregado na Peça Acusatória e os questionamentos a esse respeito apresentados pelas defesas.

d) Atuação de Joesley Batista e Emerson Loureiro

136. Recordo, a propósito, que a Acusação se baseou na premissa de que Joesley Batista e Emerson Loureiro agiram como coautores da infração. Joesley Batista teria interesse em valer-se da Informação Privilegiada no âmbito do Banco Original, como fizera, na mesma época, ao lado de Wesley Batista, perante outras empresas do Grupo J&F, de que eram também controladores finais e administradores⁸⁸.

137. Porém, neste caso, Joesley Batista não ocupava qualquer cargo nos órgãos de administração do Banco Original, de modo que teria então compartilhado a Informação Privilegiada com Emerson Loureiro, funcionário da instituição financeira com quem mantinha contato e que tinha alçada para, sozinho, implementar, em nome dessa, a montagem de uma posição em Operações com Derivativos de Taxas de Juros. A Peça Acusatória assim reflete esse entendimento:

“207. Assim, estão presentes indícios graves, precisos e concorrentes para a acusação de Emerson Loureiro e de Joesley Batista, que atuaram em coautoria, por uso de práticas não equitativas.

.....
211. Por outro lado, Joesley era Presidente da J&F Participações S.A., cargo com função de “fixar a orientação geral dos negócios da Companhia” (...), e não tinha cargo nem ingerência no Banco Original (...). Dada a impossibilidade de atuar diretamente no Banco Original, o fez indiretamente, passando informação para contato interno com discricionariedade para atuar sem participação da administração, e beneficiou a J&F Participações S.A.. A J&F Participações S.A. foi o veículo de investimento e o Banco Original, o “ativo”.

.....
214. Portanto, como já descrito e concluído ao longo deste relatório, em resumo:

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

⁸⁸ Como relata a Acusação, ao transcrever trecho da conclusão do Relatório 2 do IA nº 19957.005388/2017-11: “304. Portanto, ficou demonstrado que foi Wesley Batista quem decidiu e ordenou as compras de contratos derivativos de dólar em nome da Seara e da Eldorado, e que era ele quem possuía o domínio do fato. Assim, essa conduta soma-se à descrita para as operações em nome da JBS de forma a concluir que Wesley agiu com uso de prática não equitativa, determinando a compra de derivativos de dólares em nome de todas as empresas nas quais tinha o poder de decisão. Wesley Batista aproveitou todas as oportunidades de obter ganhos ilícitos no mercado de derivativos de dólar. (...) 306. Para reforçar ainda mais a certeza de que Wesley atuou com consciência da sua posição de assimetria com os demais participantes do mercado, o relatório do Inquérito Administrativo 19957.005390/2017-90 mostra que Joesley Batista, irmão de Wesley, operou com uso de informação privilegiada na venda de ações de emissão da JBS em nome da FB Participações S.A., empresa da J&F Investimentos S.A., holding controladora da JBS e da Eldorado, de propriedade da família Batista. Além disso, Wesley e Joesley atuaram juntos de forma a manipular o mercado quando a JBS comprou ações de própria emissão enquanto a FB Participações S.A. vendia. 307. Ou seja, não há dúvidas que os irmãos, detentores de informação privilegiada, em completa posição de assimetria com os demais participantes do mercado, não só não deixaram de atuar no mercado como atuaram em várias frentes e de várias formas. Venderam ações em nome da controladora e compraram em nome da JBS para sustentar o preço, em benefício do controlador e prejuízo do minoritário na manipulação e com prática de insider na venda, e compraram dólares em nome de mais de uma empresa controlada por eles [grifo nosso]”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

posse de informação que o deixou em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes das operações, deve ser acusado por uso de prática não equitativa (Instrução CVM nº 8/1979, II, d);

ii. Joesley Mendonça Batista, Presidente e responsável pelas decisões de investimento em nome da J&F Participações 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 Participações S.A., deve ser acusado por uso de prática não equitativa (Instrução CVM nº 8/1979, II, d).” (grifos adotados)

138. Ainda segundo a Acusação, Joesley Batista e Emerson Loureiro teriam sido motivados por ganhos indiretos que obteriam com as negociações. Para Joesley Batista, o ganho seria refletido em seu investimento como acionista (controlador) do Banco Original, ao passo que Emerson Loureiro seria beneficiado com o incremento de sua remuneração de Superintendente, que era influenciada pelos resultados obtidos pelo Banco. A meu ver, isso indicaria, na visão da Acusação, o interesse de ambos na consecução das operações, a corroborar o dolo dos acusados e a unidade de desígnios.

139. Além disso, como se lê na transcrição acima, a Acusação considerou que Joesley Batista teria agido na qualidade de Diretor Presidente da J&F Participações e como responsável pelas decisões de investimento daquela companhia (igualmente acusada neste PAS, como será analisado mais adiante).

140. Fato é, porém, que não há evidências nos autos de que Joesley Batista tenha atuado a esse título. A gravação da ligação telefônica de 10.05.2017 e o e-mail de Emerson Loureiro a Joesley Batista não evidenciam isso⁸⁹. Os elementos dos autos, de um modo geral, dão conta de que Joesley Batista, nas interações que fez com Emerson Loureiro, teria sido atendido, em princípio, como “cliente” do Banco Original ou, ainda, como “acionista”, “acionista indireto” e, no limite, como “controlador” da referida instituição financeira⁹⁰. Destarte, sem desbordar dos limites da tese acusatória e à luz das provas

⁸⁹ Emerson Loureiro enviou mensagem, em 11.05.2017, para e-mail de final @jfinvest.com.br, mas isso, por si só, não seria evidência de atuação de Joesley Batista como Diretor Presidente da J&F Participações, pois poderia ser um e-mail que ele usasse também pessoalmente e o domínio do email parece referir-se à J&F Investimentos, outra empresa do Grupo J&F.

⁹⁰ Como foi qualificado em documentos acerca dos fatos produzidos pelo próprio Banco Original, pelo BACEN ou no RI: (i) Ata de reunião do Comitê de Ética do Banco Original, de 08.06.2017, na qual foi deliberado “*advertir o colaborador por escrito*”, por “*desvio de finalidade no exercício de mandato de trader*”, ao utilizar a estrutura da mesa proprietária e da mesa de captação para realizar cotação no mercado “*exclusivamente destinada a clientes*” (arquivo “1) Ata do Comitê de Ética_08.06.2017.pdf” na pasta 2c do Doc. 0417413); (ii) Relatório de Auditoria Interna do Banco Original, de 25.09.2017, em que constou que Emerson Loureiro não poderia “*realizar cotação para cliente*” e que se refere aos contatos de 10 e 11.05.2017 como tendo sido realizados entre o *trader* e o “*acionista*”, no caso Joesley Batista (arquivo “R17_07_Tesouraria - Relatório de Auditoria.pdf” na pasta 2a do doc. 0417413); (iii) Correspondência encaminhada à CVM pelo Banco Original, na qual noticiou ter sido apurado o desvio de finalidade no exercício das funções de Emerson Loureiro, como *trader* da mesa proprietária (irregularidade interna), por ter o empregado, em 10.05.2017, realizado atividade típica da mesa de clientes, atendendo a solicitação de informações apresentada por “*acionista indireto*” do Banco (Doc. 0414314); (iv) Despachos referentes ao envio à CVM de documentos extraídos do Procedimento de Acompanhamento Específico acerca das Operações com Derivativos de Juros no contexto da divulgação das Delações Premiadas, no qual o BACEN refere-se a Joesley Batista como “*controlador da IF*”, i.e., do Banco Original (arquivo “PE_113833_Informacoes_Despachos_01082017.pdf” da pasta



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

produzidas, não vejo como imputar ao acusado a prática de qualquer ato em nome da J&F Participações.

141. De todo modo, entendo que, em tese, a responsabilização de Joesley Batista neste PAS prescindiria de sua qualificação como Diretor Presidente da J&F. Bastaria, para tanto, demonstrar que o acusado concorrera decisivamente para a consumação da infração administrativa, compartilhando a Informação Privilegiada com Emerson Loureiro, que, em atuação concertada com ele (ou consoante por ele determinado, em razão do poder de controle que exercia sobre o Banco Original), dela teria se valido na negociação dos Contratos de DI1F21. Mas, como visto, a Acusação não se desincumbiu desse ônus.

a) J&F Participações

142. Por sua vez, no caso da J&F Participações, há razões específicas que impõem sua absolvição, ainda que se considerasse demonstrado o compartilhamento da Informação Privilegiada entre Joesley Batista e Emerson Loureiro.

143. É que não foi evidenciado, neste PAS, que a J&F Participações tivesse atuado nas negociações com os Contratos de DI1F21, em posição de desequilíbrio indevido, uma vez que as operações foram realizadas em nome do Banco Original, de modo que, em princípio, era a instituição financeira que, em tese, poderia ter se “beneficiado” da posição de desigualdade indevida, ao negociar valores mobiliários.

144. Nesse particular, o fato de Joesley Batista ser, à época, Diretor Presidente da J&F Participações se mostrou insuficiente para ensejar a responsabilização da companhia, pois, como dito, não há evidência de que o acusado agiu naquela qualidade, na ligação telefônica com Emerson Loureiro, em 10.05.2017, muito menos no contato que alegadamente teria depois feito com o referido funcionário do Banco Original, quando, segundo a Acusação, lhe teria repassado a Informação Privilegiada e a notícia quanto à iminência de seu vazamento em 17.05.2017 (fato que não restou comprovado, como detalhado acima).

145. Desse modo, não restou demonstrado que a companhia acusada tivesse concorrido, de algum modo, para o uso de prática não equitativa, ou seja, que tivesse (i) utilizado ou compartilhado a Informação Privilegiada; (ii) manifestado qualquer intenção de colocar-se em situação indevida de desequilíbrio ou desigualdade (e com isso obter vantagem); ou (iii) se valido de sua condição de controladora (*holding*) do Banco Original para determinar a realização dos negócios.

146. O fato de a companhia ter obtido um resultado econômico *indireto* com as operações realizadas pelo Banco Original, de cuja totalidade do capital social era detentora, não é, portanto, suficiente para amparar uma condenação. Aliás, o próprio RI reconheceu, corretamente, que a obtenção de benefício econômico sequer é elemento essencial da infração prevista nos Itens I c/c II, “d”, da ICVM nº 8/1979,

Anexos do doc. 0331954); e (v) Trechos do RI: “62. O contato telefônico e o e-mail entre Joesley Batista e Emerson Fernandes Loureiro, relatados nos parágrafos 43 a 46, sugerem que havia relacionamento entre os dois. Como Joesley não possuía função no Banco Original (era acionista), Emerson não era seu subordinado” (grifei).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

de modo que não se sustenta, a meu ver, a responsabilização unicamente em razão disso.

147. Vale, por fim, pontuar que o Banco Original, em nome do qual foram realizadas as Operações com Derivativos de Juros, não chegou a ser acusado neste PAS, pelas razões apresentadas no RI:

“208. Além disso, o Banco Original foi beneficiário direto das operações realizadas por Emerson, mas, como visto nos parágrafos 38 a 42, a atuação de Emerson foi discricionária e dentro dos limites impostos pelo banco, não sendo razoável exigir que o banco identificasse tempestivamente a anormalidade e atuasse para evitar a obtenção do resultado. Note-se, como explicado no parágrafo 172, que apesar da atipicidade da posição e do diretor [A.M.] ter conversado com Emerson no dia 17.05.2017 sobre a montagem da posição e novamente no dia 18.05.2017 pela manhã, não cabia a [A.M.] qualquer controle, já que Emerson atuou dentro de seu limite.

209. Também não foi identificado qualquer indício de atuação dolosa ou culposa da administração do Banco Original no uso de práticas não equitativas. Mais que isso: a administração atuou advertindo Emerson por ter atendido Joesley em atividade não incluída em suas atribuições, assim que tomou conhecimento do fato (... 48); encerrou as atividades de maior risco que ficavam sob responsabilidade de Emerson (...48 e 66); o desligou do quadro de empregados (parágrafo 66); e contribuiu com as investigações desta CVM.

210. Portanto, não cabe aqui acusar o Banco Original por ser beneficiário.” (grifos aditados)

148. Em que pese o Banco Original ter contribuído com as investigações e não ter havido atuação de sua administração no episódio suspeito, fato é que as negociações com os Contratos de DIIF21 foram executadas em seu nome e por quem detinha alçada decisória para tanto. Desse modo, considero que se tivesse sido comprovado o uso da Informação Privilegiada por Emerson Loureiro, tal fato, em tese, poderia ser atribuído à referida instituição, para fins de apuração de responsabilidade administrativa da pessoa jurídica, que, em princípio, nesse cenário, teria negociado, intencionalmente⁹¹, em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes das operações.

V CONCLUSÃO

149. Por todo o exposto, considerando os argumentos da Acusação e das defesas, o conjunto fático-probatório coligido nos autos deste PAS e sopesando os indícios e contra-indícios analisados, não formo

⁹¹ A doutrina tem se debruçado sobre a questão do elemento subjetivo nas infrações administrativas cometidas por pessoas jurídicas e acerca de sua culpabilidade, porém não de forma uníssona. A propósito, destaco o seguinte ensinamento de Rafael Munhoz de Mello: “*Se não têm vontade e consciência próprias, não se aplicam as pessoas jurídicas os conceitos de dolo e culpa*”, mas “*para que seja observado o princípio da culpabilidade, há que se investigar se a atuação das pessoas físicas que integram a pessoa jurídica é dolosa ou culposa.*” (Princípios Constitucionais de Direito Administrativo Sancionador. São Paulo: Malheiros, 2007, pp. 208-209). Em sentido semelhante, Herald Garcia Vitta explica: “*Diante de tantos argumentos em prol da responsabilidade das pessoas jurídicas, concluímos podem ser-lhes imputadas penas administrativas. uma vez presentes o dolo, ou a culpa, como pressupostos subjetivos do ilícito, praticado por pessoa física, como preposta, representante, ou outra denominação qualquer que se deseje rotulá-la desde que tenha agido (em benefício do ente coletivo, exprimindo a ‘vontade’ da pessoa jurídica.*” (A Sanção no Direito Administrativo. São Paulo: Malheiros, 2003, p. 52).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

convicção em favor da tese acusatória, razão pela qual voto pela absolvição de todos os Acusados neste processo administrativo sancionador, em homenagem ao princípio do *in dubio pro reo*.

É como voto.

Rio de Janeiro, 31 de outubro de 2023.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro
Diretora