



ILMO. SENHOR DIRETOR DE AUTORREGULAÇÃO DA BM&FBOVESPA -  
SUPERVISÃO DE MERCADOS ("BSM")

MORGAN STANLEY CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.  
("Corretora"), sociedade com sede na Av. [REDACTED], nº [REDACTED], [REDACTED]  
andar, CEP [REDACTED] na Cidade de [REDACTED], Estado de [REDACTED], inscrita no  
CNPJ/MF sob o nº [REDACTED]; CARLOS FREDERICO SOBRAL ELIAS,  
[REDACTED], [REDACTED], portador da cédula de identidade RG nº [REDACTED] e  
inscrito no CPF/MF nº [REDACTED] com endereço na Rua [REDACTED]  
[REDACTED]  
e FELIPE BALABAN, [REDACTED], [REDACTED], portador da cédula de identidade RG nº  
[REDACTED], inscrito no CPF/MF sob o nº [REDACTED], com endereço na Rua  
[REDACTED], na Cidade  
de [REDACTED] (em conjunto, os "Acusados"), vêm, por seus  
advogados abaixo assinados, apresentar DEFESA das acusações que lhes são  
imputadas nos autos do Processo Administrativo Ordinário BSM N° 19/2015, pelos  
fatos e fundamentos a seguir expostos.

I. INTRODUÇÃO E ESTRUTURA DA DEFESA

1.1. Como será explorado nas seções seguintes, o Termo de Acusação  
conclui que o [REDACTED] (conforme definido abaixo) teria criado condições

[REDACTED]



artificiais de “demanda, oferta ou preço” em duas operações intermediadas pela Corretora envolvendo ações preferenciais nominativas da Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras (“Eletrobras”), com o intuito de obter vantagens financeiras em razão de diferenças de tributação entre investidores, por ocasião do recebimento de juros sobre capital próprio (“JCP”).

1.2. A defesa pretende demonstrar que a acusação não tem cabimento, sendo certo que:

- a) as operações realizadas em 30/04/2014 e 05/05/2014 no mercado à vista da BM&FBovespa têm motivação legítima – elas são operações de proteção (*hedge*) contra a variação de preço de ativo referência de uma operação de *swap* realizada no exterior (“Derivativo de Balcão”, conforme definido abaixo e cuja formalização encontra-se refletida no Anexo I);
- b) as gravações de conversas telefônicas registram as negociações para contratação e definição do percentual do reembolso de JCP no Derivativo de Balcão. Tais negociações nascem por iniciativa de outro intermediário, que representava um cliente estrangeiro e que buscou no [REDACTED] sua contraparte. A interpretação das conversas telefônicas pela BSM foi, assim, de todo equivocada;
- c) por haver ignorado a estrutura da operação, a acusação utilizou informações incompletas no cálculo do resultado auferido pelas partes envolvidas nas operações. Como se demonstrará, outros pressupostos adotados para tal cálculo também se mostram equivocados; e



- d) a conduta dos Acusados não caracteriza criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, nos termos do inciso I da Instrução CVM nº 08/79, combinado com o inciso II, alínea “a”, da mesma norma, seja pela legitimidade das operações, seja pela forma de sua realização (uma vez que a atuação dos Acusados nos pregões de 30/04/2014 e 05/05/2014 se deu por meio de leilão, de forma legítima e perfeitamente lícita).

1.3. Sendo assim, a presente defesa será dividida em seções, além desta Seção I:

- a) na Seção II será apresentado um resumo das acusações formuladas;
- b) na Seção III será apresentada a explicação das operações realizadas nos dias 30/04/2014 e 05/05/2014, com esclarecimentos sobre a atuação do [REDACTED] como intermediário e a refutação das ilações da BSM;
- c) na Seção IV será discutida a acusação de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço pelo [REDACTED]. Também serão feitas considerações acerca da conduta do [REDACTED] e dos indivíduos acusados;
- d) na Seção V serão prestados esclarecimentos sobre o cálculo do resultado apresentado pela BSM no Termo de Acusação, novamente reiterando o quão equivocadas foram as interpretações da BSM, agora do ponto de vista dos resultados das operações; e por fim
- e) na Seção VI serão trazidas as conclusões.



## II. SUMÁRIO DAS ACUSAÇÕES

2.1. Conforme alegado no Termo de Acusação, teria sido constatada a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, por parte dos Acusados, pela realização de operações simuladas com ações preferenciais nominativas da Eletrobras (“ELET6”), em infração ao inciso I da Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979 (“Instrução CVM nº 08/79”), combinado com o inciso II, alínea “a”, da mesma norma<sup>1</sup>.

2.2. Em 30/04/2014 a Assembleia Geral Ordinária da Eletrobras aprovou a distribuição de JCP aos acionistas que integravam a base acionária da companhia naquela data. Na ocasião, o [REDACTED] (“[REDACTED]”), entidade do grupo [REDACTED] (“[REDACTED]”) teria 896.460 ações ELET6 em custódia e faria jus ao provento de JCP no valor bruto de R\$1.525.377,92. Deduzido o imposto de renda incidente (no valor de R\$233.369,51), o montante a ser recebido pelo [REDACTED] na qualidade de acionista da Eletrobras, seria de R\$1.292.008,31, conforme a acusação.

2.3. Para evitar o pagamento daquele imposto, o [REDACTED] teria vendido, também em 30/04/2014, 4.500.000 ações ELET6 ao [REDACTED]. O adquirente era isento do pagamento de imposto de renda pelo recebimento de JCP (e, portanto, receberia o provento livre

<sup>1</sup> 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:

a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários;



de tributação). Alguns dias depois, o [REDACTED] teria recomprado a mesma quantidade de ações por um valor menor.

2.4. A venda em 30/04/2014 foi realizada ao preço de R\$12,61 por ação e o resultado do [REDACTED] teria sido de R\$56.745.000,00. Parte da venda (3.603.540 ações) teria sido realizada a descoberto, motivo pelo qual no dia da liquidação da operação, o [REDACTED] teria tomado 3.603.540 ações em aluguel para poder liquidar a operação.

2.5. Ainda de acordo com o Termo de Acusação, após receber o valor do JCP devido, por estar inscrito na base de acionistas em 30/04/2014, o [REDACTED] teria, em 05/05/2014, vendido 4.500.000,00 ações ELET6, ao preço de R\$10,94 por ação, para o [REDACTED] (por um valor total de R\$49.230.000,00).

2.6. As ações teriam, assim, retornado à custódia do [REDACTED] o qual teria obtido um ganho de capital bruto de R\$7.515.000,00 na operação, sem, contudo, ser tributado pelo recebimento de JCP. Ainda de acordo com o Termo de Acusação, a operação teria ocasionado prejuízo de idêntico valor para o [REDACTED].

2.7. Após obter a alegada vantagem financeira e em cumprimento ao Manual de Procedimentos Operacionais da BM&FBOVESPA, o [REDACTED] deveria reembolsar o valor do JCP aos doadores das ações tomadas em empréstimo. Isso porque, de acordo com tal regulamento, os doadores continuam fazendo jus ao valor financeiro equivalente ao JCP já ajustado às condições fiscais do doador.

2.8. No caso em tela, a taxa de remuneração pelo empréstimo de ELET6 teria sido de R\$616.274,09 e o provento líquido de JCP devolvido aos doadores das 3.603.540 ações ELET6 tomadas em aluguel teria sido de R\$5.193.543,06, pelo que



o custo total do [REDACTED] com as operações de empréstimo teria sido de R\$5.809.817,15. Assim, o saldo da estratégia do [REDACTED] no mercado à vista e de aluguel teria sido de R\$1.705.182,85.

2.9. De acordo com o Termo de Acusação, caso o [REDACTED] não tivesse realizado a operação em comento, o valor líquido a receber a título de JCP sobre o número de ações que a instituição possuía em custódia seria de R\$1.292.008,31. Portanto, o [REDACTED] teria obtido vantagem patrimonial de **R\$413.174,54** (R\$1.705.182,85 – R\$1.292.008,31) com as operações de venda e compra acima descritas.

2.10. Quanto ao [REDACTED], o Termo de Acusação alega que, apesar do prejuízo de R\$7.515.000,00 com as operações realizadas em bolsa nos dias 30/04/2014 e 05/05/2014, ele teria recebido R\$7.657.006,66 a título de JCP sobre a posição de 4.500.000 ações ELET6, valor este não sujeito a imposto de renda de fonte. O saldo do [REDACTED] teria sido, portanto, positivo em **R\$142.006,66** (R\$7.657.006,66 – R\$7.515.000,00). Segundo a acusação este valor teria sido pago ao [REDACTED] pelo [REDACTED] a título de remuneração pela participação no “trade fiscal” do [REDACTED]

#### O ALEGADO PAPEL DOS ACUSADOS

2.11. O Termo de Acusação também tenta demonstrar, por meio de gravações telefônicas<sup>2</sup>, que as pessoas autorizadas a emitir ordens em nome do [REDACTED] e do [REDACTED] acordaram as operações com ELET6 e as respectivas remunerações, o que evidenciaria o “propósito artificial” daquelas operações.

<sup>2</sup> Cf. itens 28 a 31 do Termo de Acusação.



2.12. A acusação também alega que os reduzidos intervalos<sup>3</sup> para a inserção de ordens de venda e compra em nome do [REDACTED] e do [REDACTED] e vice-e-versa, combinados com a prioridade para a execução dos negócios registrados a preço de abertura, impediriam outros investidores de interferir na negociação. Estes pressupostos indicariam que a negociação seria “casada”.

2.13. De acordo com o Termo de Acusação, os Acusados teriam utilizado “o mercado organizado para obtenção de vantagem financeira” (em função da diferença de tributação sobre os proventos recebidos). Negócios com “resultados previamente acertados” criariam condições artificiais de demanda, oferta ou preço.

2.14. Assim, no entendimento da acusação, a conduta dos Acusados seria “simulada”, nos termos do artigo 167, parágrafo 1º, inciso II, do Código Civil de 2002<sup>4</sup>, por conter declaração não verdadeira. Isso porque (a) a declaração de compra e venda de valores mobiliários tinha como propósito a transferência de recursos para que os Acusados se beneficiassem da diferença de tributação; e (b) as partes combinaram previamente o volume transacionado e a forma de distribuição do benefício econômico auferido.

2.15. Ainda de acordo com o Termo de Acusação, as operações realizadas pelos Acusados teriam alterado o volume de negócios com ações ELET6, uma vez que tais operações representaram 47% do volume negociado com o ativo no pregão de 30/04/2014 e 73% no pregão de 05/05/2014. Além disso, os dois negócios teriam

<sup>3</sup> Cf. itens 34 a 37 do Termo de Acusação.

<sup>4</sup> “Art. 167. É nulo o negócio jurídico simulado, mas subsistirá o que se dissimulou, se válido for na substância e na forma.

§ 1o Haverá simulação nos negócios jurídicos quando:

...

II - contiverem declaração, confissão, condição ou cláusula não verdadeira;”



envolvido quantidades 2,3 vezes acima da média diária negociada com ações ELET6 nos 5 meses anteriores à segunda operação.

2.16. Feita esta apertada síntese do Termo de Acusação, cumpre tratar das operações efetivamente realizadas em 30/04/2014 e 05/05/2014.

### III. ANÁLISE DAS OPERAÇÕES REFERIDAS NO TERMO DE ACUSAÇÃO

#### O *BUSINESS* DE *SWAP* DO MORGAN STANLEY EM LINHAS GERAIS

3.1. Preliminarmente, é importante deixar claro que, ao contrário do que quer fazer crer o Termo de Acusação, o [REDACTED] não concebeu as operações dos dias 30/04/2014 e 05/05/2014 com o intuito de obter vantagem patrimonial por ocasião do pagamento de provento de JCP em função da diferença de tributação existente entre investidores.

3.2. Na verdade, a origem das operações realizadas se encontra em uma operação de *swap* no exterior, proposta pelo representante de um cliente. Como parte de seu "*business de swap*" e em um modelo que é típico para intermediários financeiros que operam globalmente, o [REDACTED] oferece a seus clientes estrangeiros operações de derivativos com liquidação financeira que permitem a aquisição de uma exposição sintética a ativos listados e negociados na BM&FBovespa. Trata-se de um modelo de negócio extremamente comum em instituições de atuação global e que é perfeitamente coerente com a natureza e as próprias finalidades dessas instituições.

3.3. Nessas operações, o cliente estrangeiro contrata com uma entidade do grupo [REDACTED] fora do Brasil (a "[REDACTED]") um derivativo cujo ativo de referência é um ativo listado na BM&FBovespa. Por sua





vez, para se proteger da exposição assumida, fruto desse derivativo, e de acordo com sua conveniência, o [REDACTED] adquire ou vende (conforme o caso) tal ativo de referência na BM&FBovespa (usualmente por meio do [REDACTED]). Desta forma, o [REDACTED] repassa ao cliente estrangeiro a variação financeira do ativo listado na BM&FBovespa, e não corre o correspondente risco direcional, em razão da sua estrutura de *hedge*.

3.4. Assim, a posição à vista mantida pelo [REDACTED] no ativo listado na BM&FBovespa está diretamente relacionada com o derivativo contratado pela [REDACTED] com seus clientes estrangeiros. Portanto, o momento em que o [REDACTED] adquire ou vende o ativo de referência na BM&FBovespa depende da contratação ou término da operação de derivativo no exterior.

#### AS OPERAÇÕES DE 30/04/2014 E 05/05/2014

3.5. Em 30/04/2014, às 12h59min, o Sr. [REDACTED] como pessoa autorizada a emitir ordens em nome do Banco [REDACTED] ("[REDACTED]"), entrou em contato com o acusado Carlos Frederico Sobral Elias, do [REDACTED] a respeito de uma operação de *swap* no exterior referenciada em ELET6<sup>6</sup>. Na conversa (que integra as gravações que adiante se discutirão), o Sr. [REDACTED] informou o Sr. [REDACTED] que desejava:

<sup>5</sup> Na prática, após contratarem no exterior a operação de derivativo com o cliente estrangeiro, as [REDACTED] contratam operação equivalente de derivativo com o [REDACTED]. O [REDACTED] atua como veículo de *hedge* do grupo [REDACTED] adquirindo ou alienando o ativo de referência listado e negociado na BM&FBovespa.

<sup>6</sup> Naquele momento a intenção da Eletrobras de deliberar sobre a proposta de distribuição de JCP já era pública, pois fora comunicada por meio do Edital de Convocação da 54ª Assembleia Geral Ordinária, divulgado ao mercado em 27/03/2014. Tal fato inclusive já se refletia no custo de empréstimo de ações ELET6.



- a) contratar uma posição vendida em um derivativo de balcão (“Derivativo de Balcão”) tendo como ativo de referência ELET6, para uma entidade gerida pelo [REDACTED] no exterior (o “[REDACTED] no Exterior”) e, ao mesmo tempo;
- b) adquirir ações ELET6 na mesma quantidade na BM&FBovespa, em nome do [REDACTED], fundo de investimento administrado pelo [REDACTED], com gestão do [REDACTED].

3.6. Adicionalmente, o Sr. [REDACTED] também informou o Sr. [REDACTED] que teria um cliente com disponibilidade para emprestar as ações ELET6 que eventualmente fossem necessárias para que o [REDACTED] montasse sua correspondente proteção (*hedge*). Como se verá abaixo, as ações ELET6 deste cliente não foram utilizadas pelo [REDACTED] que usou (a) ações disponíveis no inventário construído pelo [REDACTED] em conexão com outras operações e (b) ações tomadas em empréstimo de outras fontes. O Sr. [REDACTED] afirmou ainda que desejava realizar aquelas operações em um valor correspondente a 6 milhões de ações ELET6.

3.7. Na mesma data, às 16h50min, o Sr. [REDACTED] confirmou a operação para uma quantidade de 4,5 milhões de ações ELET6, aceita pelo Sr. [REDACTED]. A fim de comprovar a realização do Derivativo de Balcão, juntamos, como Anexo I à presente defesa, o contrato ISDA que dá suporte à sua contratação, assim como os correspondentes registros de sistema, que consolidam o pactuado. Como já destacado, dentro daquela lógica de *hedge*, à assunção dessa exposição pela [REDACTED] deve se suceder uma outra, no Brasil, por meio da qual uma entidade do grupo [REDACTED] fique vendida em igual quantidade.

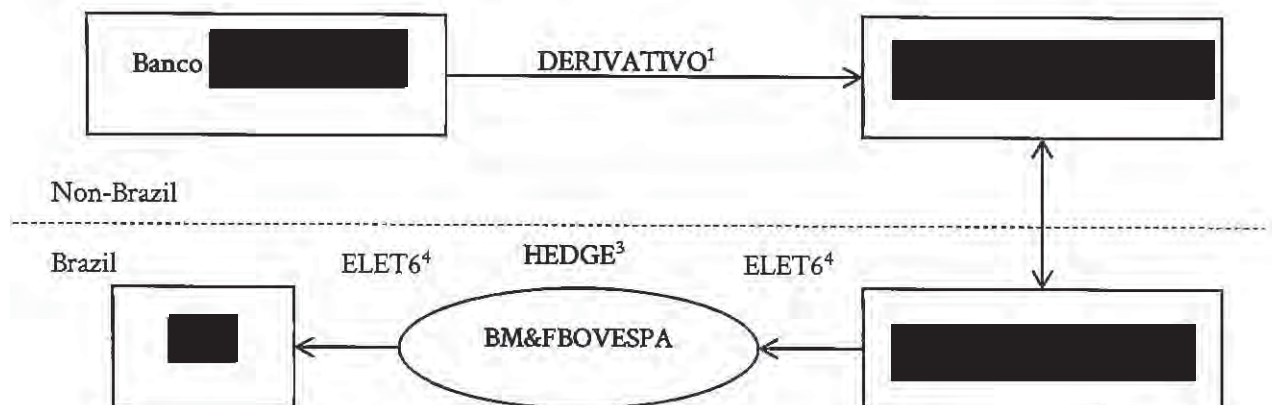
3.8. Assim, o [REDACTED] montou sua proteção (*hedge*) para o



Derivativo de Balcão a partir da venda das ações pelo [REDACTED] para o [REDACTED]. A Corretora intermediou a alienação de 4,5 milhões ações ELET6 pelo [REDACTED] para o [REDACTED]. Tal operação passou por procedimento de leilão, conforme regras estabelecidas pela CVM e pela BM&FBovespa.

3.9. Como o [REDACTED] detinha 900.117 ações ELET6 não provenientes de aluguel (conforme apurado pelo [REDACTED]<sup>7</sup>, associado a outras estratégias, e como ele dispunha de outras fontes de empréstimo, o [REDACTED] não tomou emprestadas ações daquele cliente que o Sr. [REDACTED] afirmou ter disponibilidade. Parte da venda foi realizada a descoberto, atendida por ações tomadas de outros doadores no mercado.

3.10. O fluxograma e os esclarecimentos abaixo explicam, de forma mais concreta, todo o acima descrito acerca das operações de 30/04/2014:



<sup>7</sup> De acordo com as regras da CBLIC, a data relevante para fins de determinação do titular do direito ao recebimento do JCP é a data de liquidação das operações de compra executadas no *record date*. Passado o *record date*, as ações passam a ser negociadas *ex dividendos*. O ciclo de liquidação de operações de compra e venda de ações é D+3. Por conseguinte, a CBLIC verifica os detentores das ações para fins de determinar quem faz jus ao recebimento de proventos em D+2 do *ex date*. No caso em questão, o *ex date* foi dia 02/05/2014 e, portanto, a data a ser considerada para a verificação de posição em custódia de ELET6 do [REDACTED] é 05/05/2014. A acusação equivocadamente levou em consideração a quantidade de ações disponíveis no *record date* (30/04/2014).

*[Handwritten signature]*

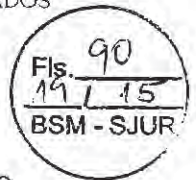


1. Em 30/04/2014, a pedido do Banco [REDACTED], o Banco [REDACTED] e a [REDACTED] celebram o Derivativo de Balcão, por meio do qual o Banco [REDACTED] assume exposição financeira vendida (*short*) em ações ELET6. A [REDACTED] fica comprada (*long*) no ativo.
2. O [REDACTED], investidor não residente nos termos da Resolução CMN nº 4.373, de 29/09/2014, é o veículo utilizado para o *hedge* da exposição financeira adquirida por meio do Derivativo de Balcão.
3. O [REDACTED] vende 4,5 milhões de ações ELET6 para o [REDACTED] o que também atendia a uma demanda do Banco [REDACTED], e utiliza sua posição de ELET6 para cobrir parte dessa venda de ações. Parte das ações é vendida a descoberto.
4. A Corretora intermedeia – em leilão e a preço de mercado (R\$12,61 por ação) – a operação de venda e compra das 4,5 milhões de ações ELET6.

3.11. No dia 05/05/2014, por decisão negocial sua, o Sr. [REDACTED] decidiu zerar as operações executadas no dia 30/04/2014. Desta forma, o Banco [REDACTED] encerrou o Derivativo de Balcão (o que também está comprovado no já referido Anexo I). Em decorrência desse encerramento, o [REDACTED] precisou comprar ações ELET6, desfazendo seu *hedge* e retornando à sua posição anterior. A Corretora também intermediou o negócio, novamente objeto de leilão como determinado pela BM&FBovespa.

AS CONVERSAS GRAVADAS ENTRE O REPRESENTANTE DA CORRETORA E O REPRESENTANTE DO BANCO [REDACTED]

3.12. Neste ponto, é importante tratar do conteúdo das tratativas havidas entre o Sr. [REDACTED] e o Sr. [REDACTED], em que, de acordo com o Termo de Acusação, se “estruturaram as operações de bolsa a fim de obter vantagem financeira por ocasião



do pagamento de JCP pela Eletrobras, aproveitando-se da isenção tributária do [REDACTED]''8

3.13. A afirmação do Termo de Acusação é equivocada. Em nenhum momento das conversas havidas entre o Sr. [REDACTED] e o Sr. [REDACTED] se negociou o rateio de vantagem financeira obtida em razão de diferenças de tributação entre investidores. Trata-se, na verdade, da precificação de operações de *swap* e de empréstimo de ações, que, como se verá, incluem percentual de reembolso de JCP. A BSM aparentemente não soube interpretar o diálogo mantido entre os operadores, pelo que a explicação do seu conteúdo seguirá abaixo, após as correspondentes transcrições.

**PRIMEIRA GRAVAÇÃO: 12H59 DO PREGÃO DE 30/04/2014**

(...)

Carlos Operador: Fala irmão!

[REDACTED] – Fundo: Fala, beleza! É o seguinte, tem um cara aqui, um cliente da casa aqui, que está com umas ELET6 para fazer o play de JCP.

[REDACTED] – Fundo: Você aceitaria tomar o aluguel desse cara? A gente vai acordar lá 30, 70. Eu recebendo 70 o cara recebendo 30, aí você toma o aluguel dele e você paga para ele 30% de ganho e ele repassa esse 70 no swap.

[REDACTED] – Fundo: Aí a gente vai ter que “diretar” né, eu compro, eu compro essas ações de você, você vai ficar short, tomando o aluguel dele, daí você no swap versus aluguel vai ficar zero a zero em JCP e vai receber o “fee”, fecho?

Carlos Operador: Fala de novo, deixa eu só...

<sup>8</sup> Cf. item 25 do Termo de Acusação.

██████ - Fundo: Eu compro as ações...

Carlos Operador: Tá e eu vendo swap pra você...

██████ - Fundo: Não na verdade eu fico short no swap.

Carlos Operador: Na verdade é o trade que você sempre faz?

██████ - Fundo: Eu fico short no swap. Isso, só que aí no swap eu vou pagar... sei lá, 89% de JCP ou 90% de JCP, sei lá... E aí essa mesma taxa você vai acordar no aluguel que você vai tomar desse maluco, você não tem, você não tem... net zero aí do JCP pra você, você recebe um "fee" do swap mas tem que tomar o aluguel desse maluco aí, acordando essa quebra...

Carlos Operador: Tá bom, então vamos supor... Eu tomei do cara 100 milhões de ações e o teu risco de ele me "call back" é teu, se ele me "call back" eu fecho o seu swap...

██████ - Fundo: Isso, o risco é meu, o risco é meu... Se o aluguel subir amanhã, amanhã você me chama, o risco é meu.

Carlos Operador: Entendi, é cara, eu não vejo problemas em fazer isso não.

(...)

Carlos Operador: Tá bom. Na verdade é o seguinte: a taxa que o cara me cobrar eu vou te repassar e já estão embutidos esses 70, 30 aí teu.

██████ - Fundo: Isso, isso.

Carlos Operador: Tá bom, tá bom. Qual quantidade?

██████ - Fundo: São 6 milhões de ações ELET6.

Carlos Operador: Tá bom, me dá 10 minutos. Pode ser? ...

██████ - Fundo: Tá. (...)

SEGUNDA GRAVAÇÃO: 14H38 DO PREGÃO DE 30/04/2014

Carlos Operador: Morgan!



[REDACTED] – Fundo: Fala, Carlinhos.  
 Carlos Operador: Fala irmão!  
 Carlos Operador: O que você gostaria de fazer com essas Eletro localmente, qual é o seu melhor cenário?  
 Carlos Operador: No swap, no swap, vamos supor, você vende o swap aqui e em vez de eu te cobrar 100 eu te cobraria quanto?  
 [REDACTED] – Fundo: Me cobraria 90 ao invés de cobrar 100%.  
 Carlos Operador: É acho que 90 eu não vou conseguir, mas talvez 92,5 interessa? Talvez?  
 [REDACTED] – Fundo: 92,5? (...) 92,5 é meio a meio.  
 Carlos Operador: É, exatamente.  
 Carlos Operador: Por que é aquele negócio tipo não vai fazer nada ou vai fazer, entendeu? Esse é o ponto também.  
 [REDACTED] – Fundo: Cara, 92,5 eu não vou conseguir não. Até 91 eu faço.  
 Carlos Operador: Tá, me dá um minuto e eu te volto, tá? (...)

3.14. Como já se destacou, a leitura que se fez no Termo de Acusação é **incorreta**. Na verdade, as gravações não demonstram “percentual de rateio do benefício econômico a ser obtido”<sup>9</sup>, como a seguir se comprovará.

3.15. Assim, em um ponto particularmente importante da transcrição, o Sr. [REDACTED] afirma: “(...) *Eu fico short no swap. Isso, só que aí no swap eu vou pagar... sei lá 89% de JCP ou 90% de JCP, sei lá...*”. O Termo de Acusação assume, a partir daí, que “as partes negociavam cerca de 90% do benefício econômico para o grupo [REDACTED] e 10% para o [REDACTED]”. Ora, o que se está negociando é o percentual a ser pago no swap pelo Banco [REDACTED] sobre o valor bruto do JCP

<sup>9</sup> Cf. item 25 do Termo de Acusação.



distribuído pela Eletrobras.

3.16. Em outras palavras, o que estava sendo discutido era que o equivalente a 90% do JCP bruto distribuído pela Eletrobras no Brasil seria repassado pelo Banco [REDACTED] para a [REDACTED] no Derivativo de Balcão. Para o [REDACTED] o pagamento do valor equivalente ao JCP recebido no Derivativo de Balcão cobriria o valor do JCP devido sobre as ações relacionadas à sua posição vendida no Brasil, de modo a cobrir o seu custo de *hedge*.

3.17. Nas operações de *swap*, a contraparte que tem exposição comprada (*long*) nas ações-referência do contrato tem o direito a receber o JCP pago sobre tais ações. Conforme prática de mercado, este valor é livremente pactuado entre as partes como um percentual do valor bruto do JCP (por exemplo, 90%).

3.18. Já nas operações de empréstimo de ações, as partes não podem pactuar livremente o valor do JCP a ser reembolsado pelo tomador ao doador das ações; a legislação tributária determina (e as regras de BTC refletem)<sup>10</sup> que o JCP pago sobre as ações objeto de empréstimo deve ser devolvido ao doador líquido do imposto de renda de fonte que o doador teria sofrido se não tivesse emprestado as suas ações (independentemente do regime fiscal do tomador).

3.19. Ou seja, quando o doador é sujeito à alíquota de imposto de renda na fonte de 15%, ele necessariamente recebe 85% do JCP como reembolso de proventos.

---

<sup>10</sup> De acordo com a BM&FBovespa: “Formalmente, no empréstimo o doador deixa de ser o titular dos ativos e não recebe o provento da companhia. No entanto, o sistema BTC se encarrega de reembolsar o doador na mesma data e no mesmo montante, como se os ativos ainda estivessem custodiados em seu nome. Isso é, faz um crédito financeiro correspondente ao provento já ajustado às suas condições fiscais na data estipulada pela companhia emissora. Por outro lado, o sistema BTC debita o tomador nas mesmas bases (montante financeiro e data).” Cf. também Lei n° 13.043, de 13 de novembro de 2014, arts. 6° a 8°.





Por força desta limitação, quando o percentual do reembolso de JCP negociado entre doador e tomador é maior do que o percentual do JCP líquido de imposto, a diferença entre o percentual pactuado (*e.g.* 90%) e o percentual líquido de imposto (*e.g.* 85%) é acrescida à taxa cobrada pelo doador a título de remuneração pelo empréstimo das ações. Na prática, essa diferença é negociada em termos percentuais sobre o valor do imposto deduzido do valor do reembolso de proventos devido sobre as ações (por exemplo, 70/30).

3.20. Ou seja, pelo mecanismo acima descrito, o tomador se compromete a pagar ao doador os proventos pagos sobre as ações emprestadas independentemente do seu recebimento. Neste sentido, o percentual do JCP a ser pago sob o Derivativo de Balcão estava sendo negociado de maneira a permitir ao [REDACTED] repassar para o Banco [REDACTED] o custo do aluguel de ELET6 no Brasil (inclusive o reembolso de JCP devido pelo [REDACTED] aos doadores das ações) necessário para fins de *hedge*. Com isso, o [REDACTED] pretendia ficar em uma posição neutra com relação ao JCP. **Isso definitivamente não representa um benefício tributário!**

3.21. Assim, quando o Sr. [REDACTED] afirma que “*E aí essa mesma taxa você vai acordar no aluguel que você vai tomar desse maluco, você não tem, você não tem... net zero aí do JCP pra você*”, o que fica explícito é que aquilo que o [REDACTED] pagaria no aluguel, somado ao reembolso de JCP líquido de imposto devido no empréstimo das ações, seria considerado na definição do percentual a ser pago, sob o Derivativo de Balcão, à [REDACTED]. Isto deixaria o [REDACTED] em posição neutra com relação ao JCP ou, parafraseando o representante do Banco [REDACTED], “net zero do JCP”.

3.22. No mesmo sentido, o Sr. [REDACTED] confirma que todo o custo de aluguel – incorrido pelo [REDACTED] ao estabelecer o seu *hedge* no



Brasil – será repassado no *swap*, deixando o [REDACTED] sem resultado decorrente do JCP (“a taxa que o cara me cobrar eu vou te repassar e já estão embutidos esses 70/30 aí teu”). Novamente, não há aqui transferência do JCP, mas sim uma estrutura destinada a tornar neutra a operação para o [REDACTED]. E, vale lembrar, o [REDACTED] nem mesmo recorreu a esse emprestador, tendo buscado o empréstimo das ações ELET6 de outras fontes de mercado e da posição que havia construído para fins de atendimento a outras estratégias.

3.23. De modo semelhante, quando as partes se referem a um “*fee*”, o que está em discussão é a remuneração do [REDACTED] pela intermediação do Derivativo de Balcão. O pagamento de “*fees*” faz parte do *business* de *swap* do [REDACTED] e se verifica em quaisquer outras operações de *swap* executadas pelo grupo, independentemente de qualquer evento de distribuição do JCP. O “*fee*” compõe o resultado do grupo, sendo que parte dele cobre os demais custos incorridos com a realização da operação.

3.24. O que é importante deixar claro é que o [REDACTED] nunca buscou obter “vantagem patrimonial por ocasião do pagamento de provento de JCP pela Eletrobras”<sup>11</sup>, em função da diferença de tributação existente entre investidores. Ao contrário, ele realizou operação típica, por ordem de cliente, nos termos da qual o custo operacional relacionado ao empréstimo das ações ELET6 seria repassado à contraparte no *swap*. Com isso, o [REDACTED] ficaria neutro e sem nenhuma vantagem patrimonial por ocasião do pagamento do JCP.

3.25. A propósito, vale notar que os únicos argumentos trazidos pela acusação para estabelecer a improcedência das afirmações acima (já apresentadas, de forma mais sintética, pela Corretora, em 25/07/2014), foram os supostos

<sup>11</sup> Cf. item 26 do Termo de Acusação.



benefícios econômicos auferidos pelo [REDACTED] e pelo [REDACTED] pela participação nas operações. Nesse sentido se impõem a análise do resultado do [REDACTED] e dos componentes desse resultado na Seção V abaixo.

3.26. Antes, porém, cumpre sintetizar o que se afirmou nessa seção. Basicamente, o que se discute nas gravações é, simplesmente:

- a) o percentual sobre o valor bruto do JCP a ser pago pelo Banco [REDACTED] dentro do Derivativo de Balcão para o [REDACTED] conforme prática de mercado;
- b) a parcela do imposto de renda sobre o JCP que compõe a taxa de remuneração das ações ELET6 emprestadas, conforme prática do mercado de empréstimo de ações; e
- c) o “fee” do [REDACTED] pela intermediação do Derivativo de Balcão, conforme a prática de mercado.

#### IV. DO DESCABIMENTO DA ACUSAÇÃO DE CRIAÇÃO DE CONDIÇÕES ARTIFICIAIS DE OFERTA, DEMANDA OU PREÇO DE VALORES MOBILIÁRIOS

4.1. Cumpre agora tratar do completo descabimento da imputação por criação de condições artificiais de oferta, demanda ou preço dos valores mobiliários. Como se demonstrará, não há que se falar, aqui, em descumprimento a nenhum dispositivo da Instrução CVM nº 08/79.

4.2. Pedindo vênias para a repetição, nos termos do inciso I da Instrução CVM nº 08/79, 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.”*

4.3. Por sua vez, o inciso II, alínea “a”, da mesma norma conceitua as condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários como “*aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários*”.

4.4. Antes mesmo de ingressar na análise dos elementos do ilícito imputado aos Acusados, é importante explorar um outro ponto, relativo ao bem jurídico tutelado pelo dispositivo em questão. Essa consideração é essencial na medida em que, na Instrução CVM nº 08/79 misturam-se dispositivos com finalidades distintas. No caso específico da vedação às condições artificiais de demanda, oferta ou preço, se procura tutelar a integridade dos processos de mercado, evitando distorções que poderiam induzir terceiros a erro.

#### A LÓGICA DA VEDAÇÃO À CRIAÇÃO DE CONDIÇÕES ARTIFICIAIS DE DEMANDA, OFERTA OU PREÇO

4.5. Neste sentido, como diferenciar a criação de tais condições artificiais do outro tipo, também constante da mesma Instrução CVM nº 08/79 e destinado a garantir também a integridade desses processos “macro”, que é o da “manipulação de preços”? A resposta para essa questão é simples (embora não raro os problemas práticos sejam complexos). Na manipulação se realizam operações destinadas a direcionar os preços de um determinado ativo, de forma incompatível com aquela que seria a sua real demanda. Já na criação de condições artificiais se cria “uma imagem distorcida” do mercado, com ordens, movimentos de oferta ou de demanda



que, na verdade, inexistem – movimentos artificiais que podem até produzir efeitos sobre os preços, mas o tipo é mais diretamente relacionado às condições de liquidez do mercado.

4.6. Os exemplos mais típicos de operações realizadas com condições artificiais de demanda, oferta ou preço são as chamadas *boiling rooms*, expressão que designa a sucessão de operações realizadas por alguns agentes com determinados ativos menos líquidos, a fim de gerar a ilusão de liquidez e de atrair outros investidores, que seriam prejudicados nas negociações então realizadas.

4.7. Com o passar do tempo a CVM passou a estender essa interpretação, caracterizando como geradoras de condições artificiais as operações com resultados previamente combinados, apenas levadas a mercado para legitimação. Neste sentido, foi editada a Deliberação CVM nº 14, de 23 de dezembro de 1983 (“Deliberação CVM nº 14/83”), em que se reconhecia que operações realizadas no mercado de derivativos apenas para assegurar a transferência de resultados previamente combinados entre as partes seriam consideradas como geradoras daquelas condições artificiais.

4.8. É importante, porém, não confundir as operações geradoras de condições artificiais com outras operações que, a despeito de estarem, direta ou indiretamente, relacionadas a outras operações – externas ao universo bursátil – seriam ainda legítimas. É possível, por exemplo, que uma operação estruturada envolva, em uma “perna”, a realização da operação de bolsa. Isso não se caracteriza como criação de condição artificial de demanda, oferta ou preço. E por um motivo muito simples: há, em razão do conjunto de operações realizadas pelas partes, a necessidade econômica de realização daquelas operações bursáteis.

4.9. Em outras palavras, se a operação se realizou sem outro fundamento



que não a transferência de um resultado adrede pactuado, fica evidente a sua artificialidade e, naquela interpretação estendida da CVM, se estaria tratando de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço. Mas, se a operação em si tinha uma outra motivação legítima que fosse, não há que se falar no ilícito. A demanda em si não foi artificial. O importante, então, é verificar a observância dos procedimentos aplicáveis (e é para permitir essas operações legítimas que se adotam mecanismos como os negócios diretos e os procedimentos de leilão).

4.10. Isso é o que fica evidenciado, com especial clareza, em diversos pontos do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP 2013/12, julgado em 18/08/2015, que teve como relatora a então Diretora Luciana Dias. E, para evitar referências fora de contexto, vale até descrever o caso.

4.11. Em síntese: a acusação entendeu que [REDACTED] presidente do conselho de administração da [REDACTED], e o [REDACTED] [REDACTED] (“[REDACTED]”) teriam criado condições artificiais de oferta, demanda ou preço por meio de operações realizadas nos dias 30/03/2012 e 04/04/2012. No dia 30/03/2012, por meio de leilão realizado na BM&FBovespa, o [REDACTED] vendeu a preço de mercado ações de emissão da [REDACTED] e teve como principal contraparte o Sr. [REDACTED]. Por sua vez, na data de liquidação do leilão, em 04/04/2012, o Sr. [REDACTED] transferiu ao [REDACTED] a totalidade das ações previamente adquiridas. Por essas operações terem resultado na ausência de movimentação líquida de custódia das partes envolvidas, a acusação entendeu que teria havido uma “sinalização fictícia ao público investidor, tendo o mercado de valores mobiliários sido utilizado para a satisfação de interesses particulares, em operações artificiais que não visavam efetivamente transferir a propriedade dos títulos negociados”, o que seria vedado pelo inciso I da Instrução CVM nº 08/79, complementado pelo inciso II, alínea “a”, da mesma Instrução e pela Deliberação CVM nº 14/83. A Diretora-relatora absolveu os acusados por entender



que a alienação das ações em leilão pelo [REDACTED] e a aquisição das ações por [REDACTED] tinham racionalidade econômica. Além disso, se observaram as regras do mercado, com a sujeição dos participantes aos riscos e às condições a ele inerentes.

4.12. Para evitar o excesso de transcrições de um julgado em que se consolidaram tão importantes entendimentos acerca da legitimidade das operações realizadas e dos limites da Instrução CVM nº 08/79, basta trazer um trecho, bastante elucidativo. De acordo com a relatora:

*“Os acusados se valeram de mecanismo adequado para alcançar, dentro das regras do mercado de valores mobiliários, as finalidades por eles almejadas. Não existe a criação de demanda artificial quando alguém quer, ou precisa, como no caso concreto, adquirir ou alienar uma quantidade grande de ações – a demanda ou a oferta podem legitimamente ser excepcionais sem que sejam artificiais.”*

E, em outro ponto,

*“Como argumenta a Acusação, o Leilão se tratou de uma operação na qual duas partes com interesses alinhados conferiram ordens opostas de compra e venda, visando ao fechamento de um negócio. No entanto, observadas as regras de mercado e sujeitando-se ao risco de operações públicas e a motivação econômica legítima da operação”*

O que leva à absolvição dos acusados, com a constatação de que:

*“os acusados não buscaram realizar uma operação com resultados previamente conhecidos ou alterar artificialmente a demanda ou*



*oferta de valores mobiliários”*

4.13. Em que medida essa constatação, que representa o estado da arte e a posição dominante em termos de interpretação da Instrução CVM nº 08/79, é relevante para o presente caso? Ela é importante porque a diferenciação nela embutida – e que vai na linha, aliás, do que a autarquia já esboçara em outros casos – corresponde exatamente ao que aqui se está discutindo: as operações ora analisadas, como se viu, atendem a uma necessidade legítima, que é a de alienar ações para contrabalançar a exposição assumida em uma outra operação de mercado, também legítima, que é o swap. A aquisição de ações ELET6 era mecanismo de hedge.

4.14. Como se viu na descrição das operações de 30/04/2014 e 05/05/2014, as partes não operaram para garantir um resultado pré-determinado com as operações. Mas, ao operar em mercado (e ao ter as suas operações submetidas a leilão, é importante frisar), elas assumiram verdadeira exposição aos preços de mercado (ou seja, assumiram o risco de mercado). É bem verdade que, no presente caso, esse risco de mercado é contraposto à operação de Derivativo de Balcão no exterior (da qual a operação à vista no Brasil é *hedge*), mas o fato é que inexistia combinação de preços, e inexistia imutabilidade dos resultados das operações realizadas no mercado de bolsa.

4.15. Não há, assim, que se falar em simulação das finalidades do negócio (que são claras e foram desde o início trazidas à consideração da BSM), nem que se buscava criar impressão ou direcionamento para terceiros (mesmo porque não há também nenhum benefício que decorreria daquela impressão), para remeter às questões suscitadas no voto da Diretora Norma Jonssen Parente, referido apenas *latere* pela Acusação (Inquérito Administrativo CVM nº RJ 2002/5015, julgado em





11/12/2003)<sup>12</sup>.

#### DOS EFEITOS GERADOS NO MERCADO PELAS OPERAÇÕES DE 30/04/2014 E 05/05/2014

4.16. As considerações acima são mais do que suficientes para afastar completamente as ilações da acusação. Mas vale explorar ainda um outro ponto: além da questão da legitimidade e não-artificialidade das operações realizadas, será que teria havido alguma pressão artificial sobre as condições de demanda, oferta ou preços? Na verdade, essa questão nem deveria se impor: como esclareceu a Diretora Luciana Dias no voto acima transcrito: havendo motivação, não há artificialidade e, além disso, “*a demanda ou a oferta podem legitimamente ser excepcionais sem que sejam artificiais.*”

4.17. Mas o fato é que a acusação insinua, sem comprovação, que houve alteração no volume em razão do grande número de ações negociadas nas operações em comento. Trata-se, com efeito, muito mais de uma insinuação, que deixa de levar em conta um aspecto essencial. Como se pode ver do Anexo II<sup>13</sup>, que traz gráficos demonstrativos de movimentos similares para outras ações em momentos

<sup>12</sup> A propósito, o caso a que se refere a acusação em nada se assemelha a este de que aqui se trata. O Inquérito Administrativo CVM nº RJ 2002/5015 tratava de operações de venda e compra de opções TELE31 realizadas na BVRJ por carteira própria da corretora acusada, de um lado, e por clientes ou funcionários desta corretora, de outro. Em todos os casos a corretora sofreu perdas que, somadas, resultaram em prejuízo de aproximadamente R\$250.000,00. Em um desses casos, por exemplo, a corretora vendeu opções a esses clientes e funcionários pelo valor de R\$1,50 e comprou, poucos dias depois, pelo valor de R\$8,30. As ações à vista não haviam sofrido variação significativa que justificasse a oscilação de preço das opções, que foram negociadas em um ambiente de iliquidez na BVRJ.

<sup>13</sup> O Anexo II contém uma análise do impacto da distribuição de JCP para outras empresas no ano de 2014. O cálculo do volume médio negociado levou em consideração os 5 meses anteriores à *record date*, utilizando metodologia semelhante àquela adotada no Termo de Acusação. Cf. itens 46 e 47 do Termo de Acusação.



próximos à distribuição de proventos, e do Anexo III,<sup>14</sup> que compara os volumes de ELET6 negociados à época do anúncio da distribuição de JCP em 2013 com o mesmo evento em 2014, o mero anúncio de pagamento tende a elevar o volume das movimentações de mercado. No Termo de Acusação se ignora a oscilação natural de qualquer ação quando da distribuição de proventos.

4.18. Assim, se, como se demonstrou, não existem condições para que persevere a tese da Acusação em razão de todos os motivos acima referidos (ou seja, porque inexistente artificialidade e porque as partes operavam sujeitas ao risco de mercado), mas também porque não há nem mesmo como se falar em outros efeitos materiais da conduta dos Acusados sobre o comportamento do mercado. Nada ocorreu, naquele pagamento de JCP, de realmente atípico.

4.19. Feitos esses esclarecimentos, vale explorar, ainda, dois outros pontos que nos parecem relevantes. O primeiro deles é o dos leilões e do comportamento do [REDACTED] em tais leilões.

#### ALGUNS APONTAMENTOS EQUIVOCADOS SOBRE O PROCEDIMENTO DE LEILÃO CONFORME DESCRITO NO TERMO DE ACUSAÇÃO

4.20. A acusação trata do comportamento da Corretora nos leilões realizados em 30/04/2014 como se tal comportamento fosse, por si só, prova da existência de irregularidade. Impõe-se afastar tais inferências. E, para tal, vale, inicialmente, trazer algumas considerações sobre os procedimentos de leilão e o seu papel.

---

<sup>14</sup> Como se pode verificar no Anexo III, em 2014 o volume de ELET6 negociado na *record date* foi 4,45 vezes acima da média diária negociada nos 5 meses anteriores. Em 2013, o volume de ELET6 negociado na *record date* foi 4,22 vezes acima da média diária negociada nos 5 meses anteriores.



4.21. De um modo geral, a negociação de ativos em bolsa, no Brasil, se dá a partir de um mecanismo de negociação contínua (*continuous trading*), por meio de um sistema de pregão eletrônico. Aos mecanismos de negociação contínua usualmente se opõem, como aponta a literatura especializada, sistemas de negociação a partir da realização de leilões (*call auctions*), que são procedimentos de negociação concentrados em um período mais ou menos curto, em que se define, a partir da concentração das ordens de compra e venda apresentadas, um preço de fechamento para as operações<sup>15</sup>.

4.22. Cada um dos sistemas tem as suas vantagens e desvantagens, considerando a estrutura de cada mercado, a liquidez dos ativos e mesmo o risco de ocorrência de eventos excepcionais, geradores de excessiva volatilidade. Na prática – e é isso que ocorre na maior parte dos mercados bursáteis – é possível combinar os dois mecanismos.

4.23. Assim, mesmo em mercados em que prevalece a negociação contínua, não raro os leilões são usados para definir os preços de abertura (ou para permitir a retomada do funcionamento do mercado após uma interrupção) ou para assegurar a formação do preço de mercado em situações por qualquer motivo atípicas. No Brasil, os procedimentos de leilão para estes últimos fins são, de um modo geral, baseados na Instrução CVM nº 168, de 23 de dezembro de 1991, que trata das operações sujeitas a “procedimentos especiais nas Bolsas de Valores”.

4.24. No caso em tela, a operação do dia 30/04/2014 foi realizada em leilão

---

<sup>15</sup> Para essas distinções e para as considerações que virão na sequência, cf. Robert A. Schwartz e Reto Francioni, *Equity Markets in Action: The Fundamentals of Liquidity, Market Structure & Trading*, New Jersey: John Wiley & Sons, 2004, pp. 164 e ss. No caso da BM&FBovespa, as regras de leilão e os procedimentos diferenciados aplicáveis a tal modalidade são descritos no capítulo IV do *Manual de Procedimentos Operacionais do Segmento Bovespa: Ações, Futuros e Derivativos de Ações*.



em razão do tamanho do lote. O mesmo vale para a operação do dia 05/05/2014. Basicamente, o que ocorre nesses casos é que, ante um lote significativo (fora dos padrões que se vinha negociando) e que seja, pela sua simples negociação, capaz de gerar algum tipo de distorção no processo de formação de preços, a BM&FBovespa adota o procedimento de leilão, permitindo aos demais agentes de mercado que intervenham na operação.

4.25. No presente caso se apontou que tanto comprador quanto vendedor teriam registrado suas ofertas no leilão durante um lapso temporal extremamente diminuto e a “preço de abertura”. Com isso, de acordo com a acusação, eles teriam impedido a participação de terceiros, que não teriam podido “interferir na negociação casada”.

4.26. Tais ilações são baseadas em um equívoco. Durante o período de leilão, em que se concentram as ofertas de compra e venda de um determinado ativo, as diferentes ofertas concorrem entre si. As operações apenas saíram, ao cabo, porque elas estavam sendo negociadas aos preços então praticados pelo mercado e porque não havia distorção que o procedimento de leilão pudesse corrigir. As ofertas, afinal, foram feitas a preço de mercado e as operações saíram a esse preço, tanto num caso como no outro.

4.27. Em outras palavras, o leilão destina-se a garantir a idoneidade do processo de formação de preços – e isso, nos leilões realizados, inequivocamente se garantiu. Ainda que se estivessem realizando operações de volume excepcional em relação às médias, não houve nenhum efeito de distorção, o mercado se manteve funcionando regularmente e sem maiores percalços.

4.28. Além disso, é importante notar que tanto a adoção de procedimento de leilão quanto o comportamento dos Acusados em tal procedimento nada

P

A handwritten signature or mark at the bottom right of the page.



indicam quanto à idoneidade das operações. E, neste ponto, vale questionar se, porventura, aquele comportamento não indicaria uma pré-combinação para a realização das operações. Ainda que assim fosse não haveria irregularidade na sua realização, pelos motivos acima expostos acerca da legitimidade das operações.

4.29. E isso porque, de qualquer maneira, não se estaria tratando de uma operação artificial ou ilegítima, mas de uma operação lícita, legitimamente motivada que, pela natureza dos ativos, se deveria realizar em mercado. Essa operação não foi realizada às escondidas, mas inclusive submetida a leilão, com amplo controle por parte da BM&FBovespa. Os preços foram os preços de mercado e as partes assumiram os riscos inerentes à assunção das exposições.

4.30. Assim, não apenas o leilão foi realizado regularmente e a preços de mercado, como também não há nenhuma irregularidade no comportamento das partes. Mais do que isso, aquele comportamento nada comprova que possa reforçar as acusações formuladas.

#### SOBRE A NÃO CONFIGURAÇÃO DOS ELEMENTOS DO TIPO IMPUTADO

4.31. Feitas estas considerações, cumpre voltar as atenções para os elementos do tipo contido no inciso I da Instrução CVM nº 08/79, combinado com o inciso II, alínea “a” da mesma norma.

4.32. Em oportuna síntese, Nelson Eizirik *et. al.* trazem os elementos caracterizadores do ilícito em comento. De acordo com os referidos autores:

*“os elementos caracterizadores do tipo ‘criação de condições artificiais’ na esfera administrativa são: a) um conjunto de negociações ‘aparentes’, artificiais, simuladas, isto é, realizadas sem*



*as efetivas ordens de compra ou venda por parte de investidores; (b) que ocasionem alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários, ou seja, que provoquem um “falso mercado”, levando outras pessoas a negociarem com aqueles papéis, por acreditarem que o mercado, artificialmente criado, é real e decorre de efetivas transações; (c) estando nelas caracterizado o intuito de criar um ‘falso mercado’, daí decorrendo que deve estar presente o dolo específico.”<sup>16</sup>*

4.33. Da análise engendrada na presente Seção IV até agora, fica claro que nenhum dos elementos que caracteriza a “criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários” está presente neste caso.

4.34. Como se depreende da letra “a” do trecho transcrito acima, o tipo implica a existência de operação simulada, isto é, negócio jurídico em que as partes, voluntariamente, contratam coisa diversa daquela que ambas querem a fim de produzir determinados efeitos – usualmente com o intuito de enganar terceiros. Esta espécie de negócio jurídico “artificial” não pode se confundir com operações legítimas, dotadas de fundamentação econômica, como as realizadas pelo [REDACTED] em 30/04/2014 e 05/05/2014 e descritas nas seções acima.

4.35. Também não se verificam os efeitos referidos na letra “b” do trecho transcrito. Como se esclareceu, o pagamento de proventos tende a gerar alterações nos padrões de mercado, ignoradas pela acusação. No mais, também como já se referiu, o leilão é justamente o procedimento mais adequado para assegurar a formação do preço de mercado em situações que se mostrem, por qualquer motivo, atípicas (como ocorria no caso, em razão do tamanho do lote).

<sup>16</sup> Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, 3a ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 548-549.

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, stylized letter 'F' followed by a smaller, less distinct mark.



4.36. Por fim, não há que se falar na existência de dolo específico ou genérico, tanto por parte do Sr. [REDACTED] quanto por parte do Sr. Felipe. Sobre este ponto, em particular, se discorrerá em maior detalhe abaixo.

#### DA AUSÊNCIA DE DOLO ESPECÍFICO E DE DOLO GENÉRICO

4.37. O inciso II, alínea “a” da Instrução CVM nº 08/79 é inequívoco no sentido de que para a configuração do ilícito, a conduta comissiva ou omissiva dos agentes deve ser, necessariamente, dolosa<sup>17</sup>.

4.38. Essa ação ou omissão deve ser orientada a promover alteração “no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários”, com a criação daquilo que se tem chamado de um “falso mercado”<sup>18</sup>. Na medida em que a intenção do agente deve ser orientada à produção de um certo resultado, diz-se que o dolo deve ser “específico”.

4.39. E esse solo não se encontrava presente nem na conduta do Sr.

<sup>17</sup> O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”) reconhece a imprescindibilidade do dolo para a configuração de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço. Em caso recente, os Conselheiros do CRSFN mantiveram a absolvição dos acusados de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço no âmbito do Processo Administrativo CVM nº 23/00 (julgado em 25/05/2010) por entender que as partes trouxeram aos autos justificativas (“ainda que frágeis”) para a realização das operações e “o órgão regulador não logrou êxito em demonstrar consistentemente – mesmo que através de indícios – o elemento subjetivo necessário a uni-las [as operações] sob o prisma do conluio fraudulento a fim de possibilitar a condenação.” (Recurso nº 13180, 365ª Sessão, julgado em 15/04/2014, em que foi relator o Conselheiro Francisco Satiro de Souza Junior). A relevância do dolo como elemento do tipo também fica clara em decisão do CRSFN, de 2007, em que decidiu-se manter a absolvição, entre outros motivos, porque “os autos não revelam a existência de dolo no comportamento dos indiciados, quando a Instrução CVM nº 08/79 exige a presença de tal elemento para que se configure a infração;” (Recurso nº 9428, 270ª Sessão, julgado em 28/02/2007, em que o Conselheiro Pedro Wilson Carrano Albuquerque foi relator).

<sup>18</sup> Nelson Eizirik *et. al.*, *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, 3a ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 530.



██████ nem na conduta do Sr. Felipe.

4.40. Em primeiro lugar porque as operações realizadas possuem, como já se demonstrou, inegável fundamento econômico e eram, sob qualquer ângulo, lícitas. O Sr. ██████ na qualidade de operador do *business* de *swap* do ██████ ██████ foi procurado por cliente para estruturar o Derivativo de Balcão no exterior. Esta operação teve, como efeito, a necessidade de contratação de *hedge* no Brasil. Estas são operações legítimas e lícitas, plenamente motivadas.

4.41. Não há, nem nunca houve, por parte do Sr. ██████ “propósito [de] utilização do mercado organizado para obtenção de vantagem financeira de natureza ilícita,”<sup>19</sup>. Aliás, a afirmação da acusação de que as gravações não “se assemelham a ordens de operações passadas de um cliente a um operador,”<sup>20</sup> é, na melhor das hipóteses, fruto de mau entendimento da linguagem utilizada entre os operadores. Nesse sentido, vide os itens 3.12 a 3.26 acima para a correta interpretação dos diálogos entre os operadores.

4.42. De modo semelhante e pelos mesmos motivos, não há que se falar em dolo específico também para o Sr. Felipe, que, na qualidade de operador da Corretora, foi quem colocou no sistema as ordens que geraram as operações<sup>21</sup>.

4.43. Por fim, ainda que se admitisse que para a caracterização do ilícito fosse suficiente a configuração de dolo genérico (o que aqui se faz apenas para fins argumentativos), ainda assim os elementos do tipo não estariam presentes.

4.44. O dolo genérico prescinde daquele caráter finalístico do dolo

<sup>19</sup> Cf. item 39 do Termo de Acusação.

<sup>20</sup> Cf. item 53 do Termo de Acusação.

<sup>21</sup> Cf. itens 34 a 37 do Termo de Acusação.





específico. Bastaria a vontade livre e consciente dos agentes de realizar operações de natureza ilícita. Novamente, já se demonstrou que as operações de 30/04/2014 e 05/05/2014 tinham fundamentação econômica e que, sob todos os aspectos, elas eram legítimas. Daí porque também a hipótese de “dolo genérico” deve ser afastada.

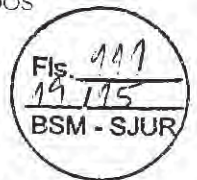
#### V. INFORMAÇÕES IMPRECISAS E INCOMPLETAS ADOTADAS PELA ACUSAÇÃO

5.1. Feitos esses esclarecimentos – que a nosso ver, já resolvem o caso, afastando as ilações da BSM –, podemos dar um passo a mais, explorando o equívoco das conclusões da BSM acerca dos resultados das operações. Para tal, vale destacar, serão usados os mesmos números de que partiu a BSM, embora haja algumas pequenas diferenças – marginais – nos dados de que o [REDACTED] dispõe.<sup>22</sup>

5.2. A grande questão identificada pela equipe do [REDACTED] diz respeito ao fato de que a acusação, no cálculo do resultado, ignora o Derivativo de Balcão e os resultados de tal operação para o [REDACTED]. Isso muito embora a existência do Derivativo de Balcão tenha sido informada na referida correspondência de 25/07/2014. **Não existe como chegar a um resultado consistente ignorando o caráter estruturado da operação!**

5.3. A acusação também trata como certos resultados que são essencialmente aleatórios. Nesse sentido, o item 22 do Termo de Acusação trata o saldo positivo do [REDACTED] de R\$142.006,66, como se fosse uma “remuneração” do fundo “por figurar na contraparte das operações” do [REDACTED]. Esta conclusão é falaciosa, dado que o resultado do [REDACTED] deriva da variação do preço

<sup>22</sup> Cf. nota de rodapé 7 acima.



ex dividendos das ações – e não havia qualquer maneira de prever o preço de mercado das ações na data em que a operação fosse terminada. Se o preço ex-dividendos de ELET6 tivesse caído, o [REDACTED] em sua posição no mercado à vista, teria tido resultado financeiro negativo! Também esse fato afasta, por si só, a caracterização da criação de condições artificiais, nos termos acima descritos.

#### RESULTADO APRESENTADO PELA BSM NO TERMO DE ACUSAÇÃO

5.4. No item 13 do Termo de Acusação a BSM assume que, se o [REDACTED] não tivesse vendido 4.500.000 ações ELET6 no dia 30/04/2014, ele teria recebido sobre as ações que possuiria em inventário os proventos declarados pela Eletrobras, líquidos de 15% de imposto de renda na fonte, no valor de R\$1.292.008,31.

5.5. Em seguida, nos itens 16-20, a acusação calcula que o [REDACTED] teve resultado no valor de R\$1.705.182,85 com a venda e subsequente compra de 4.500.000 ações ELET6 no mercado à vista, após deduzidos os custos com o aluguel de 3.603.540 ações ELET6.

5.6. E, assim, a acusação conclui que a execução das operações de venda e compra de 4.500.000 de ações ELET6 garantiu ao [REDACTED] um resultado incremental de R\$413.174,54. Vejamos abaixo os números apresentados no Termo de Acusação, item 23:

A large, stylized handwritten signature or set of initials, possibly 'P', written in dark ink.



Descrição	BSM (em R\$)
[Mercado à Vista] Provento líquido que o [REDACTED] deixou de receber sobre posição de 896.460 ações ELET6	(1.292.008,31)
[Mercado à Vista] Lucro Bruto nas operações com 4.500.000 ELET6	7.515.000,00
[Aluguel de Ações] Provento repassado aos doadores das ações ELET6	(5.193.543,06)
[Aluguel de Ações] Remuneração pelo empréstimo das ações ELET6	(616.274,09)
<b>Resultado Financeiro do [REDACTED] com a estratégia</b>	<b>413.174,54</b>

5.7. Ocorre, porém, que a acusação não considera, no cálculo daquele resultado incremental do [REDACTED] o resultado do Derivativo de Balcão (ou seja, a acusação insiste em ignorar o caráter estruturado da operação). **E o resultado em reais do Derivativo de Balcão foi negativo R\$409.414,09**, o qual está detalhado no Anexo IV. Somando-se o resultado em reais do Derivativo de Balcão ao valor incremental calculado pela Acusação, o verdadeiro lucro da estratégia seria R\$3.760,45 (abaixo).

Descrição	BSM (em R\$)
[Mercado à Vista] Provento líquido que o [REDACTED] deixou de receber sobre posição de 896.460 ações ELET6	(1.292.008,31)
[Mercado à Vista] Lucro Bruto nas operações com 4.500.000 ELET6	7.515.000,00
[Aluguel de Ações] Provento repassado aos doadores das ações ELET6	(5.193.543,06)
[Aluguel de Ações] Remuneração pelo empréstimo das ações ELET6	(616.274,09)
[Swap] Lucro / (Prejuízo) Bruto nas operações com 4.500.000 ELET6	(7.515.000,00)
[Swap] Provento repassado	7.044.446,13
[Swap] Remuneração pelo financiamento da posição	8.804,78
[Swap] Fee	52.335,00
<b>Resultado Financeiro do [REDACTED] com a estratégia</b>	<b>3.760,45</b>

5.8. Os resultados acima são apresentados com único e exclusivo



propósito de facilitar sua comparação com os números apresentados pela acusação. O [REDACTED] reitera que (a) desconsiderou certos equívocos marginais em que a acusação militou e que (b) as operações em pauta foram realizadas no conjunto de operações do *business de swap* do [REDACTED].

## VI. CONCLUSÕES E PEDIDO

6.1. Da análise da presente defesa é imperativo concluir que:

- a) as operações de 30/04/2014 e 05/05/2014 foram realizadas para *hedge*, no Brasil, de exposição assumida no Derivativo de Balcão contratado no exterior. Por meio de tal operação, realizada nos termos do modelo de *business de swap* do [REDACTED], o Banco [REDACTED] assumiu posição vendida (*short*) em ações ELET6 enquanto a [REDACTED] ficou comprada (*long*) no ativo – **tratam-se, assim, de operações motivadas e legítimas;**
- b) as conversas telefônicas entre o representante do Banco [REDACTED] e do [REDACTED] não tratam da divisão de benefício tributário e foram incorretamente interpretadas pela BSM, como exposto, e correspondem à dinâmica de tais operações e às práticas de mercado;
- c) não houve criação de condições artificiais de oferta, demanda ou preço de valores mobiliários visto que (i) as operações bursáteis de 30/04/2014 e 05/05/2014 eram legítimas e tinham fundamento econômico; e (ii) inexistia combinação de preços ou imutabilidade dos resultados das operações (as partes permaneciam expostas às oscilações de mercado), e, ademais, (iii) elas foram realizadas a preço de mercado;

P  
M



- d) nessa mesma linha, não há que se falar em dolo específico (aquele orientado para a criação de um falso mercado) e nem mesmo em dolo genérico (a vontade livre e consciente dos agentes de realizar operações de natureza ilícita); e
- e) por fim, mesmo no cálculo do resultado do [REDACTED] a acusação comete graves equívocos – afinal, ela não considerou em seus cálculos a existência do Derivativo de Balcão.

Por todo o exposto, os acusados confiam ter demonstrado a improcedência das acusações que lhes são imputadas, razão pela qual pedem ao Conselho de Supervisão que os absolva.

Nestes Termos,  
P. Deferimento.

São Paulo, 1º de fevereiro de 2016.

Otavio Yazbek  
OAB/SP nº 144.506

Marina Palma Copola  
OAB/SP nº 274.358