

**PARECER DA SUPERINTENDÊNCIA JURÍDICA**

**BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS – BSM**

**PROCESSO ADMINISTRATIVO ORDINÁRIO Nº 19/2015**

Defendentes: **Morgan Stanley CTVM S.A.**  
**Carlos Frederico Sobral Elias**  
**Felipe Balaban**

**1. RELATÓRIO**

1. O Parecer da Superintendência de Acompanhamento de Mercado nº 74/2014 (“Parecer SAM”)<sup>1</sup> apontou que, nos pregões de 30.04.2014 a 05.05.2014, a corretora Morgan Stanley CTVM S.A. (“Corretora”) intermediou operações, sob a forma de negócios diretos, com ações preferenciais nominativas (ELET6) da Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras (“Eletrobras”), entre os clientes [REDACTED] e [REDACTED] (“[REDACTED]”)<sup>2</sup>. Essas operações foram realizadas em função do tratamento tributário diferenciado dado a esses clientes no caso de pagamento de juros sobre capital próprio (“JCP”), o que configurou a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários.

2. O interesse da Corretora em estruturar e intermediar as operações objeto deste processo administrativo era gerar benefício econômico para companhia coligada. A Corretora e o [REDACTED] são companhias coligadas nos termos do artigo 243, parágrafo 1º, da Lei nº 6.404/1976. Ambas sociedades são controladas pela

<sup>1</sup> Fls. 41/61.

<sup>2</sup> De acordo com o artigo 14 da Instrução Normativa da Receita Federal 1.022/2010, vigente à época, os fundos de investimento são isentos de imposto de renda pelo recebimento de JCP.

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 2 de 36

\_\_\_\_\_, conjuntamente referidas como “\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_”.

### 1.1. Da descrição das operações objeto do Termo de Acusação

3. Em 30.04.2014, a Assembleia Geral Ordinária da Eletrobras aprovou distribuição de JCP aos acionistas inscritos na data base. O \_\_\_\_\_ detinha 896.460 ações da companhia nessa data.

4. O valor do provento a ser creditado ao \_\_\_\_\_ de R\$ 1.525.377,92, após a devida dedução de imposto de renda, seria de R\$ 1.292.008,31. Ou seja, o \_\_\_\_\_ teria o encargo tributário de R\$ 233.369,51.

5. Após tratativas com o representante do \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_, o \_\_\_\_\_, representado pelo operador da Corretora, Carlos Frederico Sobral Elias (“Carlos Frederico”), acordou em realizar a venda de ações da Eletrobras ao \_\_\_\_\_, que receberia o JCP isento de imposto de renda, e comprar do \_\_\_\_\_ a mesma quantidade de ações após a distribuição do provento. O \_\_\_\_\_ obteria ganho com o recebimento de JCP isento de pagamento de imposto de renda. O \_\_\_\_\_, por sua vez, obteria ganho pela venda do ativo valorizado (antes da distribuição do JCP) e a compra do ativo desvalorizado (após a distribuição do JCP).

6. Assim, o \_\_\_\_\_ vendeu ao \_\_\_\_\_, em 30.04.2014, 4.500.000 ações ELET6, a R\$ 12,61 por ação, totalizando o montante de R\$ 56.745.000,00.

7. Após fazer jus ao recebimento de JCP, o \_\_\_\_\_ vendeu ao \_\_\_\_\_, em 05.05.2014, 4.500.000 ações ELET6, ao preço de R\$ 10,94 por ação<sup>3</sup>,

<sup>3</sup> A queda do preço de R\$ 12,61/ação para R\$ 10,94/ação ELET6 deve-se ao pagamento de JCP.



Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 3 de 36

totalizando R\$ 49.230.000,00. A tabela a seguir reproduzida, indica ganho ao [REDACTED] no valor de R\$ 7.515.000,00 e perda de idêntico valor pelo [REDACTED].

Pregão	Qtd. Casada	Preço	Operação	Volume	Operação	Volume
30.04.2014	4.500.000	12,61	V	56.745.000,00	C	-56.745.000,00
05.05.2014	4.500.000	10,94	C	-49.230.000,00	V	49.230.000,00
<b>Lucro/Prejuízo em quantidade casada:</b>				<b>7.515.000,00</b>		<b>-7.515.000,00</b>

8. Como o [REDACTED] detinha apenas 896.460 ações ELET6 em carteira, 3.603.540 ações ELET6 foram vendidas a descoberto, tendo o [REDACTED] tomado essas ações em aluguel.

9. A propósito, de acordo com o Manual de Procedimentos Operacionais da BM&FBOVESPA<sup>4</sup>, o valor de JCP recebido pelo tomador deve ser reembolsado ao doador dos ativos objeto da operação de empréstimo. Assim, o ganho que teria sido obtido pelo [REDACTED] nas operações em bolsa foi reduzido pela remuneração ao doador das ações tomadas em empréstimo (taxa de aluguel) e pelo reembolso do JCP.

<sup>4</sup> PROCEDIMENTOS OPERACIONAIS DA CÂMARA DE COMPENSAÇÃO, LIQUIDAÇÃO E GERENCIAMENTO DE RISCOS DE OPERAÇÕES NO SEGMENTO BOVESPA, E DA CENTRAL DEPOSITÁRIA DE ATIVOS:

4.1 EVENTOS DE CUSTÓDIA EM RECURSOS FINANCEIROS

São considerados Eventos de Custódia em recursos financeiros os dividendos, juros sobre capital próprio, bonificações em recursos financeiros, restituição de capital, juros, resgates, amortizações e outros.

7. AJUSTES DEVIDO A EVENTOS DE CUSTÓDIA

Os Eventos de Custódia relativos aos Ativos objeto das Operações de empréstimo no BTC devem ser reembolsados pelo Investidor tomador ao Investidor doador de Ativos.

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 4 de 36

10. Conforme indica a tabela abaixo reproduzida, o [REDACTED] incorreu em custo total de R\$ 5.809.817,14, uma vez que a taxa relativa à remuneração paga ao doador das ações foi de R\$ 616.274,09 e o valor relativo ao provento líquido de JCP devolvido aos doadores foi de R\$ 5.193.543,05.

Taxas de remuneração de empréstimo pagas aos doadores das 3.603.540 ações (a) R\$	Provento Líquido devolvido aos doadores das 3.603.540 ações em 29.05.2014 (b) R\$	Custo total do aluguel das 3.603.540 ações (a) +(b) R\$
616.274,09	5.193.543,05	5.809.817,14

11. Subtraindo-se o custo total do aluguel das 3.603.540 ações ELET6 do resultado obtido pelo [REDACTED] nas operações, verifica-se que o [REDACTED] obteve um ganho de R\$ 1.705.182,85. A vantagem obtida pelo [REDACTED] por meio da realização das operações foi de R\$ 413.174,54, considerando que o valor líquido percebido a título de JCP seria de R\$ 1.292.008,31, caso recebesse o JCP e pagasse imposto de renda.

12. O [REDACTED], por sua vez, embora tenha sofrido prejuízo no valor de R\$ 7.515.000,00 decorrente das operações objeto do Termo de Acusação, recebeu a quantia de R\$ 7.657.006,66 a título de JCP. Desse modo, o ganho final obtido pelo [REDACTED] foi de R\$ 142.006,66.

13. As gravações dos diálogos mantidos entre o operador da Corretora, Carlos [REDACTED], e o representante do [REDACTED], demonstrariam a negociação prévia da forma de rateio do benefício econômico auferido por ocasião das operações objeto deste processo.

14. Dessa forma, a dinâmica dessas operações demonstraria sua artificialidade.

## 1.2. Acusação

15. Diante dos fatos relatados acima, o Diretor de Autorregulação da BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (“BSM”), no exercício da competência que

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 5 de 36

Ihe é conferida pela Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (“ICVM”) nº 461/2007, determinou, em 26.11.2015, a instauração deste processo administrativo disciplinar em face da Corretora em razão de indícios de infração ao inciso I, definido pelo inciso II, alínea “a”, ambos da ICVM nº 8/79, por ter intermediado dois negócios diretos entre o [REDACTED] e o [REDACTED], com ações preferenciais nominativas Eletrobras, com o intuito de obter vantagem financeira em função da diferença de tributação existente entre tais investidores para fins de recebimento de JCP.

16. O PAD 19/2015 também foi instaurado em face do (i) operador Carlos [REDACTED] por criar condições artificiais de oferta, demanda ou preço de valores mobiliários, em razão de ter negociado e executado os negócios diretos entre o [REDACTED] [REDACTED], sociedade da qual era pessoa autorizada a transmitir ordens, e o [REDACTED], cujo objetivo seria a obtenção de vantagem financeira decorrente de operações em bolsa entre investidores com tributação diferenciada para fins de recebimento de JCP, em infração ao inciso I, definido pelo inciso II, alínea “a”, ambos da ICVM nº 8/79; e do (ii) operador Felipe Balaban (“Felipe”), por contribuir para a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, em razão de ter executado negócios diretos entre o [REDACTED] e o [REDACTED], cujo objetivo seria a obtenção de vantagem financeira em função da diferença de tributação existente entre tais investidores para fins de recebimento de JCP.

### 1.3. Defesa da Corretora

17. Em 01.02.2016, os Defendentes apresentaram defesa conjunta e tempestiva (fls. 78/167), alegando o que segue:

- a) As operações objeto do processo administrativo seriam operações de proteção contra variação de preço de ativo (ELET6) utilizado como referência de um derivativo contratado no exterior (“Derivativo de Balcão”) (fl. 79);

*h*

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 6 de 36

- b) As gravações das conversas de Carlos Frederico e [REDACTED] registrariam as negociações para definição do reembolso de JCP no Derivativo de Balcão. Assim, a acusação teria interpretado de forma equivocada tais gravações (fl. 79);
- c) A conduta dos Defendentes não se caracterizaria como criação de condições artificiais de oferta, demanda ou preço de valores mobiliários (fl. 80);
- d) A origem das operações objeto do processo administrativo seria um *swap* no exterior (caracterizado como um derivativo de balcão), proposto por um representante de um cliente, modelo esse de negócio que seria típico para intermediários que atuam globalmente, tal qual a [REDACTED] (fl. 85);
- e) O cliente estrangeiro contrataria com uma entidade do Grupo [REDACTED], localizada fora do Brasil, um derivativo cujo ativo de referência seria um ativo listado na BM&FBOVESPA. O [REDACTED] para se proteger da exposição assumida, adquiriria ou venderia o ativo de referência na BM&FBOVESPA. Ao assim agir, o [REDACTED] repassaria ao cliente estrangeiro a variação financeira do ativo listado na BM&FBOVESPA e não correria o risco direcional em razão de sua estrutura de *hedge* (fls. 86/87);
- f) A posição mantida pelo [REDACTED] no ativo listado na BM&FBOVESPA estaria relacionada ao derivativo contratado pela entidade estrangeira do Grupo [REDACTED]. Assim, sua posição nesse ativo estaria limitada ao período de contratação desse derivativo (fl. 86);

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral  
Elías e Felipe Balaban – Fls. 7 de 36

- g) As transcrições das conversas demonstrariam que [REDACTED] buscava: (i) “contratar uma posição vendida em um Derivativo de Balcão tendo como ativo referência ELET6, para uma entidade gerida pelo [REDACTED] (o ‘[REDACTED]’) e, ao mesmo tempo” (ii) “adquirir ações ELET6 na mesma quantidade na BM&FBOVESPA, em nome do [REDACTED] fundo de investimento administrado pelo [REDACTED] [REDACTED] com gestão do Banco [REDACTED]” (fl. 87);
- h) [REDACTED] teria informado que um de seus clientes teria disponibilidade para emprestar as ações necessárias para que o Grupo [REDACTED] montasse sua proteção (*hedge*) (fl. 87);
- i) A comprovação de que a operação objeto do processo administrativo teria origem em um Derivativo de Balcão seria o contrato ISDA (International Swaps and Derivatives Association, Inc.), juntado pela Defesa, e uma página de registro de operações de swap do [REDACTED] [REDACTED] em que há referência à conta do Banco [REDACTED] – [REDACTED] (fls. 116/155);
- j) As operações objeto deste processo teriam sido estruturadas pela [REDACTED] para se proteger do Derivativo de Balcão contratado (fl. 88);
- k) “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 entidade [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

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 8 de 36

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.” (fl. 89);<sup>5</sup>

- l) Em 05.05.2014, [REDACTED] teria decidido encerrar as operações executadas no dia 30.4.2014 e o Banco [REDACTED] teria encerrado o Derivativo de Balcão, conforme comprovado no Anexo I à Defesa. A partir do encerramento do Derivativo de Balcão, o [REDACTED] “precisou” comprar ações ELET6, desfazendo sua proteção e retornando à posição anterior (fl. 89);
- m) Os diálogos havidos entre Carlos Frederico e [REDACTED] teriam a finalidade de precificar operações de *swap* e de empréstimo de ações, precificação essa que incluiria o percentual de reembolso de JCP (fl. 90);
- n) O trecho “(...) *Eu fico short no swap, Isso, só que aí no swap eu vou pagar... sei lá 89% de JCP ou 90%, sei lá...*” do diálogo mantido entre Carlos Frederico e [REDACTED] no pregão do dia 30.04.2014, demonstraria uma negociação do percentual pago no *swap* pelo Banco [REDACTED] sobre o valor bruto do JCP distribuído pela Eletrobrás (fl. 93);
- o) “o que estava sendo discutido era que o equivalente a 90% do JCP bruto distribuído pela Eletrobras no Brasil seria repassado pelo Banco [REDACTED]

<sup>5</sup> O [REDACTED] teria 900.177 ações ELET6 em custódia, não provenientes de aluguel, devendo ser considerada a data de 5.5.2014 como data base para cálculo dos acionistas que receberiam JCP.

*h*



Parecer Jurídico – Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 9 de 36

██████████ para a ██████████ no Derivativo de Balcão. Para o ██████████ 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.” (fl. 93);

- p) A negociação do percentual pago seria possível, pois, “em operações de *swap*, a contraparte que tem exposição comprada (*long*) nas ações-referência do contrato tem o direito de receber o JCP pago sobre tais ações”, sendo que a prática de mercado determina que este valor é livremente acordado entre as partes (fl. 93);
- q) Em operações de empréstimo de ações, por outro lado, estaria vedada às partes a negociação do valor do JCP a ser reembolsado, uma vez que “a legislação tributária (...) determina 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 suas ações” (fl. 93);
- r) Em razão da “limitação” sobre a forma de reembolso do JCP em casos de empréstimo de ações, por força da norma tributária, o doador cobra uma taxa de remuneração maior para o empréstimo (fl. 94). Carlos Frederico e ██████████ teriam se referido a essa diferença em termos percentuais: 70/30 (fls. 11/12 e 90/91);
- s) “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 ██████████ repassar para o banco ██████████ o custo do aluguel de ELET6 no Brasil (inclusive o reembolso

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 10 de 36

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!” (fl. 94);

- t) As conversas havidas entre Carlos Frederico e [REDACTED] demonstrariam que não haveria lucro ou prejuízo na operação objeto deste processo. Os resultados das operações realizada em bolsa seriam integralmente compensados com a posição em que o [REDACTED] estaria exposta no Derivativo de Balcão (fls. 94/95);
- u) Ao se referirem a um “fee”, Carlos Frederico e [REDACTED] estariam discutindo a remuneração da Corretora pela intermediação do Derivativo de Balcão, sendo que o pagamento de “fee” faria parte do “business de swap” da Corretora (fl. 95);
- v) A [REDACTED] não teria buscado a obtenção de vantagem financeira por ocasião da diferença de tributação entre o [REDACTED] e o [REDACTED] (fl. 95);
- w) Operações realizadas com o intuito de gerar condições artificiais não deveriam ser confundidas com operações legítimas que estariam direta ou indiretamente relacionadas a outras operações externas ao universo bursátil, entendimento manifestado no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP 2013/12, julgado em 18.8.2015, sob a relatoria da então Diretora Luciana Dias (fls. 98/99);
- x) No referido caso, a Diretora-Relatora teria entendido pela racionalidade econômica de uma operação em que dois investidores compraram e venderam um ativo, entre si, no pregão de 30.3.2012, e transacionaram o mesmo ativo, na mesma quantidade, entre si, novamente, no pregão

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 11 de 36

de 4.4.2012, tendo sido os dois negócios realizados por meio de leilão. A Diretora-Relatora teria observado em seu voto que os acusados não teriam realizado operações com resultados previamente acordados e teriam se sujeitado aos riscos e condições do leilão da BM&FBOVESPA (fl. 100);

- y) As operações em análise atenderiam a uma finalidade legítima (alienação de ações visando contrabalancear a exposição assumida em outra operação do mercado), uma vez que não buscaram garantir resultado pré-determinado, não configurando, portanto, condições artificiais (fl. 101);
- z) As operações em análise teriam assumido exposição aos preços de mercado. Inexistiria combinação de preços e imutabilidade dos resultados das operações realizadas no mercado de bolsa (fl. 101);
- aa) A existência de motivação econômica seria suficiente para afastar a eventual pressão artificial sobre as condições de oferta, demanda ou preço de valores mobiliários (fl. 102);
- bb) A alteração do volume das ações negociadas refletiria a reação do mercado frente ao anúncio do pagamento de proventos, padrão observado quando da distribuição de JCP no ano de 2013 e replicado no ano de 2014, conforme gráficos presentes nos Anexos II e III da defesa (fls. 102/103);
- cc) Os leilões realizados nos dias 30.4.2014 e 5.5.2014, em função do tamanho do lote negociado, teriam ocorrido em conformidade com as regras de mercado, sendo que as operações saíram a preço de mercado porque *“elas estavam sendo negociadas aos preços então praticados*

l

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 12 de 36

*no mercado e porque não havia distorção que o procedimento de leilão pudesse corrigir” (fl. 105);*

- dd) Ainda que se comprovasse que o resultado das operações objeto deste processo teria sido previamente acordado, tal fato não as caracterizariam como artificiais em razão do fundamento econômico exposto da Defesa (fl. 106);
- ee) Os elementos caracterizadores de criação de condições artificiais, mencionados por Nelson Eizirik *et. al.*<sup>6</sup>, não estariam presentes neste caso: não haveria simulação, tampouco alteração no fluxo de ordens do ativo, haja vista que a distribuição de proventos tenderia a gerar alterações nos padrões de mercado (fl. 107);
- ff) Para a configuração de infração à ICVM 8/79, inciso II, alínea “a”, seria necessária a conduta dolosa, com o propósito de alterar o fluxo de ordens e criar um falso mercado (fl. 108);
- gg) A conduta de Felipe e Carlos Frederico não refletiriam o dolo específico, já que as operações objeto deste processo tinham fundamento econômico (fl. 109);
- hh) Em razão da linguagem de mercado utilizada pelos operadores, a acusação teria interpretado equivocadamente as conversas havidas entre Carlos Frederico e [REDACTED] (fl. 109);

<sup>6</sup> “os elementos caracterizadores do tipo de ‘criação de condições artificiais’ na esfera administrativa são a) um conjunto de negociações ‘parentes’, 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 e 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.”

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 13 de 36

ii) Considerando o fundamento econômico das operações objeto deste processo, ainda que se falasse em dolo genérico, não haveria que se responsabilizar Carlos Frederico e Felipe (fl. 110);

jj) A acusação teria ignorado o Derivativo de Balcão no cômputo do resultado da operação havida entre [REDACTED] e [REDACTED] (fl. 110);

kk) Não haveria que se falar em remuneração do [REDACTED] no valor de R\$ 142.006,66 por figurar na contraparte da operação. Isso porque, não haveria como prever o preço do mercado de 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” (fl. 111);

ll) O resultado do Derivativo de Balcão teria sido negativo em R\$ 409.41409, de sorte que o real resultado da operação seria de R\$ 3.760,45 (fl. 112 e Anexo IV à Defesa);

18. Por fim, requereu a absolvição dos Defendentes.

## 2. MÉRITO

19. Trata-se de processo administrativo instaurado para apurar a responsabilidade da Corretora e dos Operadores por intermediarem operações com o ativo ELET6, nos pregões de 30.4.2014 e 5.5.2014, cujo resultado foi previamente acordado, conforme descrito na seção 1 deste Parecer Jurídico.

20. Os Defendentes alegam que as operações objeto do presente processo administrativo seriam *hedge* contra a variação de preço do ativo de referência de uma operação de *swap* realizada no exterior (“Derivativo de Balcão”). Nessa operação, o



Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral  
Elías e Felipe Balaban – Fls. 14 de 36

cliente estrangeiro teria contratado com uma entidade estrangeira do grupo [REDACTED] um derivativo cujo ativo de referência seria um ativo listado na BM&FBOVESPA e, para se proteger da exposição assumida, o [REDACTED] adquiriria ou venderia tal ativo, conforme o caso, por meio do [REDACTED] (seção 2.1).

21. As gravações dos diálogos mantidos entre Carlos Frederico e [REDACTED] trazidas pela Acusação, demonstram que as negociações se referiam à compra e venda de ações ELET6 na BM&FBOVESPA, com o propósito de fazer um “*play de JCP*” e ratear o benefício econômico decorrente da isenção tributária do [REDACTED] em relação ao recebimento de JCP. Ou seja, não se tratam de diálogos relacionados à estruturação de Derivativo de Balcão no exterior (seção 2.2). A alegação da Defesa de que as operações objeto deste processo são legítimas, em razão da existência de um Derivativo de Balcão no exterior, não afasta a irregularidade das operações, conforme será apresentado a seguir. As operações realizadas na BM&FBOVESPA tiveram resultados previamente acordados, o que as caracteriza como artificiais (seção 2.3). As operações objeto deste processo alteraram o fluxo de ordens do ativo, porquanto artificiais (seção 2.4). O julgado da CVM trazido pela Defesa trata de situação fática diversa do presente caso e, dessa forma, não demonstra a legitimidade das operações (seção 2.5). Ao fim, o Parecer Jurídico demonstrará que houve dolo da Corretora (seção 2.6) e dos Operadores (seção 2.7) ao intermediarem as operações objeto do presente processo.

**2.1. Da alegação da Defesa de que as operações objeto deste processo seriam *hedge* de um Derivativo de Balcão contratado no exterior**

22. O ponto central trazido pela Defesa no presente processo é que as operações descritas no Termo de Acusação não tinham como propósito conferir vantagem financeira ao [REDACTED] em razão da diferença de tributação para fins de



Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 15 de 36

recebimento de JCP do [REDACTED] em relação ao [REDACTED].<sup>7</sup> A Defesa alega que as operações realizadas entre o [REDACTED] e o [REDACTED] seriam *hedge* de um Derivativo de Balcão contratado no exterior (contrato de *swap*) pelo Grupo [REDACTED] a pedido de um cliente. As partes no contrato de *swap* seriam uma pessoa jurídica ligada ao Grupo [REDACTED] e uma pessoa jurídica ligada ao grupo [REDACTED] (cliente) (fl. 87).

23. Segundo a Defesa, o Grupo [REDACTED] oferece contratos de *swap* referenciados em ativos negociados na BM&FBOVESPA como um produto a seus clientes. Um dos clientes do Grupo [REDACTED] seria uma pessoa jurídica estrangeira ligada ao grupo [REDACTED], doravante denominada “Banco [REDACTED]”, que teria contratado esse produto do Grupo [REDACTED]. Esse cliente teria assumido posição vendida (vendedor) em um Derivativo de Balcão contra uma pessoa jurídica ligada ao Grupo [REDACTED] (comprador), doravante denominado “[REDACTED]”. Esse derivativo estaria referenciado no ativo ELET6, listado na BM&FBOVESPA (fl. 86).

24. Como o Grupo [REDACTED] estava comprado no derivativo, para se proteger do risco de variação na cotação do ativo ELET6, o [REDACTED], que seria o veículo de proteção de operações financeiras do Grupo [REDACTED] para suas operações no Brasil, teria realizado operação de venda com o ativo de referência do Derivativo de Balcão, ELET6, na BM&FBOVESPA (fl. 86). Assim, a Defesa alega que as operações objeto da Acusação teriam como único objetivo a realização de um *hedge* para a posição do Grupo [REDACTED] no Derivativo de Balcão. As operações realizadas no âmbito da BM&FBOVESPA não teriam sido, portanto, realizadas para que

<sup>7</sup> “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’, em função da diferença de tributação existente entre os investidores.” (fl. 95).

h

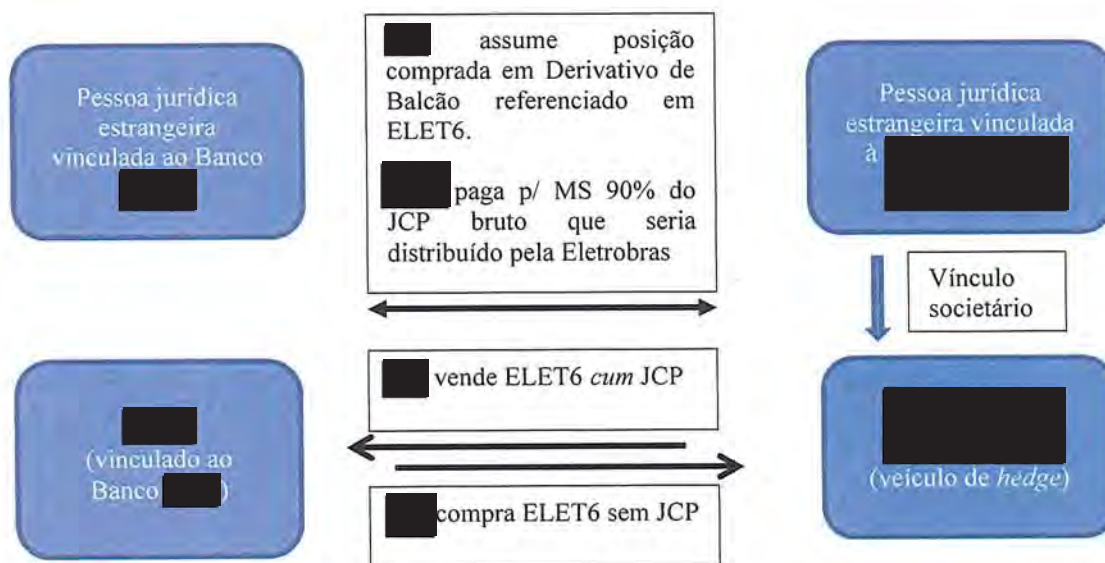
Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 16 de 36

o Grupo [REDACTED] se apropriasse de parte do valor que seria pago a título de imposto de renda pelo recebimento de JCP distribuídos pela Eletrobras.

25. De acordo com a Defesa, a gravação demonstraria que [REDACTED] teria manifestado interesse em adquirir ações ELET6, em nome do [REDACTED], na mesma quantidade de ações referenciadas no Derivativo de Balcão (fl. 87).

26. E essa seria a operação estruturada que a Defesa se baseou para sustentar a inexistência de artificialidade nas operações objeto do Termo de Acusação.

27. O quadro a seguir resume a operação na forma como narrada pela Defesa:



## 2.2. As gravações dos diálogos entre Carlos Frederico e [REDACTED] demonstram situação diversa da alegada pela Defesa

28. Os diálogos entre Carlos Frederico e [REDACTED] demonstram que os investidores acordaram a realização de operações em bolsa com resultado previamente acertado. Esses diálogos demonstram o interesse dos investidores em se apropriar dos



Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral  
Eliás e Felipe Balaban – Fls. 17 de 36

15% que seriam pagos pelo [REDACTED] a título de imposto de renda, caso figurasse como proprietário das ações em 30.4.2014 (data-base para fixação dos acionistas que receberiam o JCP distribuído pela Eletrobrás).

29. De acordo com as gravações desses diálogos, as operações registradas na BM&FBOVESPA foram estruturadas de forma que o [REDACTED] comprasse as ações ELET6 do [REDACTED], às vésperas da distribuição de JCP, e as vendesse ao [REDACTED], após a distribuição do provento. Ao estruturarem as operações dessa forma, o [REDACTED] e o [REDACTED] rateariam o valor que seria pago de imposto de renda sobre o JCP, se distribuído ao [REDACTED]. A gravação se inicia com [REDACTED] propondo um *play de JCP*, a ser estruturado da seguinte forma:

- 1) O [REDACTED] tomaria em aluguel ações ELET6. Essas ações seriam doadas por um cliente do Banco [REDACTED];
- 2) O [REDACTED] venderia essas ações ao [REDACTED], por meio de negócio direto;
- 3) Em seguida, o [REDACTED] venderia essas ações ao [REDACTED]

30. A referência ao “play de JCP” é analisada levando-se em consideração o seguinte contexto: (1) o diálogo ocorreu no dia da divulgação, pela Eletrobras, do fato relevante que distribuiria JCP aos acionistas e (2) o [REDACTED] era isento tributariamente para fins de recebimento do JCP. Esses elementos evidenciam que os Defendentes buscavam obter vantagem decorrente da diferença de tributação entre os investidores.

31. Conforme será analisado detalhadamente a seguir, a abertura e o encerramento da posição em ELET6, com a troca de posições entre o [REDACTED] e o [REDACTED], foram tratadas por Carlos Frederico e [REDACTED] nas conversas com o uso da expressão “*swap*”. Nesse *swap*, o [REDACTED] abriria e encerraria sua posição em ELET6 a preços que transferissem ao [REDACTED] 90% do benefício econômico

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 18 de 36

auferido com a isenção tributária. Ao longo da gravação, Carlos Frederico e [REDACTED] discutem a forma de rateio do benefício econômico auferido com a isenção tributária do [REDACTED] sobre o recebimento de JCP.

32. A tabela a seguir contextualiza os diálogos havidos entre Carlos Frederico e [REDACTED] com as operações objeto deste processo.

Diálogo	Elementos que demonstram a artificialidade da operação
<p>Carlos Frederico - 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 <b>play de JCP</b>.</p>	<p>A referência ao play de JCP é contemporânea à divulgação de fato relevante pela Eletrobras de que distribuiria JCP aos acionistas que estivessem registrados na data-base em 30.4.2014.</p> <p>O play de JCP a que se refere [REDACTED] diz respeito à possibilidade de realizar uma operação de bolsa entre fundo de investimento, isento de imposto de renda, sobre JCP, e o [REDACTED]</p> <p>A Defesa alega que a motivação da operação com ELET6 em bolsa seria hedge de posição assumida em Derivativo de Balcão. Mas, se assim fosse, a operação não seria denominada de “play de JCP”.</p>
<p>[REDACTED] - Fundo: Você aceitaria tomar o aluguel desse cara? A gente vai acordar lá 30, 70. Eu recebendo 70 o cara recebendo 30, aí <b>você toma o aluguel dele</b> e você paga para ele 30% de ganho e ele repassa esse 70 no <b>swap</b>.</p>	<p>[REDACTED] explica que o “play de JCP” será realizado na forma de um contrato de swap, ou seja, com a troca de posições. A troca se daria pela venda de ações pelo [REDACTED] ao [REDACTED], e a destroca se daria pela venda de ações pelo [REDACTED] ao [REDACTED]</p> <p>[REDACTED] propôs que as ações que seriam vendidas pelo [REDACTED] ao [REDACTED] fossem tomadas em aluguel de um investidor, cliente do Banco [REDACTED]</p> <p>O doador das ações não é parte no Derivativo de Balcão alegado pela Defesa. Não faria sentido que a parte que aluga ações para hedge fizesse parte do Derivativo de Balcão (“A gente vai acordar lá 30, 70. Eu recebendo 70 [FIM] o cara [doador] recebendo 30,</p>

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 19 de 36

	<p><i>ai você toma o aluguel dele [doador] e você paga para ele [doador] 30% de ganho (...)</i>).          Portanto, o que chamam de swap não é o Derivativo de Balcão, conforme alega a Defesa.</p>
<p>██████████ - Fundo: <b>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?</b></p>	<p>Para realizar a operação entre o ██████████ e o ██████████ sem que houvesse a interferência de terceiros, ██████████ esclarece que os negócios deverão ser registrados por meio de negócios diretos (“aí a gente vai ter que diretar né”). A opção por registrar os negócios sob a forma de diretos mitiga o risco de interferência de terceiros na estratégia dos investidores.</p> <p>O resultado da compra e venda de ELET6 deveria equivaler ao JCP que seria devolvido ao doador das ações, somado do <i>fee</i>: “no swap versus aluguel vai ficar zero a zero em JCP e vai receber o <i>fee</i>”.</p>
<p>Carlos Frederico - Operador: Fala de novo, deixa eu só...          ██████████ - Fundo: Eu compro as ações...          Carlos Frederico - Operador: Tá e eu vendo swap para você...          ██████████ - Fundo: Não na verdade eu fico short no swap.          Carlos Frederico - Operador: Na verdade é o trade que você sempre faz?          ██████████ - Fundo: Eu fico short no swap. <b>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...</b>          Carlos Frederico - Operador: Tá bom, então vamos supor... <b>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...</b>          ██████████ - Fundo: <b>Isso, o risco é meu, o risco é meu... Se o aluguel subir amanhã, amanhã você me chama, o risco é meu.</b>          Carlos Frederico - Operador: Entendi, é cara, eu não vejo problemas em fazer isso não.          (...)Carlos Frederico - 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.</p>	<p>Conforme tratado nos diálogos, o resultado da compra e venda de ELET6 para o ██████████ seria de 90% do JCP distribuído.</p> <p>Esses 90% são decompostos da seguinte forma:          - 85% do JCP distribuído seria repassado ao doador das ações (“no swap versus aluguel vai ficar zero a zero”, “net zero aí do JCP pra você”);          - 5% seria o <i>fee</i>.</p> <p>O ganho financeiro do ██████████ decorreria do resultado das operações de bolsa. O ██████████ não receberia qualquer valor de JCP (“net zero aí do JCP”).</p> <p>O risco do doador encerrar o aluguel de ações antes do término da operação artificial seria suportado pelo ██████████ (“o risco é meu”, “se o aluguel subir amanhã, você me chama, o risco é meu”).</p> <p>Havia um acordo prévio de que a operação seria aberta e encerrada entre as mesmas partes, inclusive para fins de mensuração de risco, caso o contrato de aluguel fosse fechado com antecedência (<i>se ele me call back eu fecho seu swap</i>).</p> <p>As operações de bolsa seriam executadas entre as mesmas partes, ainda que o doador das ações tomadas em aluguel encerrasse o contrato antecipadamente.</p>

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral  
Elias e Felipe Balaban – Fls. 20 de 36

<p>██████████ - Fundo: Isso, isso. Carlos Frederico - Operador: Tá bom, tá bom... Qual quantidade? ██████████ - Fundo: <b>São 6 milhões de ações ELET6.</b> Carlos Frederico - Operador: Tá bom, me dá 10 minutos. Pode ser?.. ██████████ - Fundo: Tá.</p>	<p>O número de ações compradas e vendidas entre o ██████████ e o ██████████ seria de 6 milhões ("são 6 milhões de ações ELET6"), o que foi alterado posteriormente, conforme será visto a seguir.</p>
<p>Carlos Frederico - Operador: Morgan! ██████████ - Fundo: Fala, Carlinhos. Carlos Frederico - Operador: Fala irmão! Carlos Frederico - Operador: O que você gostaria de fazer com essas Eletro localmente, qual é o seu melhor cenário? Carlos Frederico - Operador: <b>No swap, no swap, vamos supor, você vende o swap aqui e em vez de eu te cobrar 100 eu te cobraria quanto?</b> ██████████ - Fundo: <b>Me cobraria 90 ao invés de cobrar 100%.</b> Carlos Frederico - Operador: <b>É acho que 90 eu não vou conseguir, mas talvez 92,5 interessa? Talvez?</b> ██████████ - Fundo: 92,5? (...) <b>92,5 é meio a meio.</b> Carlos Frederico - Operador: É, exatamente. Carlos Frederico - Operador: Por que é aquele negócio tipo não vai fazer nada ou vai fazer, entendeu? Esse é o ponto também. ██████████ - Fundo: Cara, 92,5 eu não vou conseguir não. Até 91 eu faço. Carlos Frederico - Operador: Tá, me dá um minuto e eu te volto, tá? (...)</p>	<p>Nesse trecho da gravação, ██████████ e Carlos Frederico negociam o percentual de rateio do valor do benefício econômico decorrente da isenção tributária do ██████████. O ██████████ era isento de pagar imposto de renda, na alíquota de 15%, incidente sobre o JCP.</p> <p>██████████ pergunta a Carlos Frederico qual porcentagem do benefício econômico decorrente da isenção tributária o ██████████ cobraria para realizar a operação.</p> <p>Caso o ██████████ não fizesse a operação, ele receberia 85% do JCP distribuído, já que não era isento de imposto de renda. Caso ele realizasse a operação, a diferença entre a abertura e o fechamento da posição seria de percentual superior a 85% do JCP distribuído. De acordo com a gravação, esse percentual giraria em torno de 90% do valor de JCP distribuído.</p> <p>Carlos Frederico afirma que cobraria 92,5% do JCP distribuído: 85% seriam repassados ao doador das ações e 7,5% seria o fee do ██████████</p> <p>Para os investidores, 92,5% representava a divisão exata entre eles sobre o valor do imposto de renda que não seria pago sobre o JCP distribuído ao ██████████. Assim, 92,5% representaria 7,5% para o ██████████ e 7,5% para o ██████████: "92,5 é meio a meio", "é, exatamente".</p> <p>Dito de outra forma, o valor de JCP que seria repassado ao doador era de 85% que, subtraído dos 92,5%, geraria 7,5% de benefício ao ██████████</p> <p>██████████ O benefício do ██████████ seria o percentual remanescente de 7,5%, correspondente ao imposto de renda que deixou de ser pago em razão das operações objeto deste processo.</p>

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 21 de 36

	A Corretora não apresentou a gravação em que Carlos Frederico e [REDACTED] acordaram o percentual final de rateio do benefício econômico decorrente da estratégia entabulada com as ações ELET6.
<p>[REDACTED] - Fundo: 10 min pra não ir para o castigo. #pressão.          Carlos Frederico - Operador: Não faz isso comigo não, sou o cara q mais briga por você, sem a menor dúvida, sempre te dou maior lote, na parceria.          [REDACTED] - Fundo: Eu sei, estou botando pressão.          [REDACTED] - Fundo: (...) sacanagem isso que o cara fez.          Carlos Frederico - Operador: Desculpa irmão, foi sim, é difícil, me desculpa.          [REDACTED] - Fundo: (...) é que eu já tinha falado aqui dentro que estava fechado, vai atrapalhar com certeza daqui para frente.          Carlos Frederico - Operador: <b>4,5 mm fechado, ok?</b>          [REDACTED] - Fundo: <b>blz, boa</b></p>	Em seguida, eles acordaram que a quantidade de ações utilizadas para fazer o “play de JCP” seria de 4,5 milhões. Ou seja, houve acordo prévio sobre a quantidade de ações que seria utilizada para abrir e encerrar a posição entre os dois investidores.

33. O diálogo acima se encerra com o acordo dos investidores de que o “play de JCP” seria realizado com 4,5 milhões de ações ELET6. Ou seja, em 30.4.2014, os investidores já haviam acordado que a troca e a destroca de propriedade das ações ELET6 durante o período de distribuição de JCP seria realizada por meio de negócios diretos, entre os mesmos investidores, com a mesma quantidade de ações (o que foi denominado por Carlos Frederico e [REDACTED] de *swap*). Além disso, a gravação demonstra que os investidores haviam acordado que a operação seria aberta antes de o ativo se tornar ex-JCP e seria encerrada após o ativo se tornar ex-JCP.

34. Assim, os diálogos demonstram que as operações objeto do presente processo foram idealizadas na forma de compra e venda, em que os investidores trocariam suas posições na data em que seria definido a base de acionistas beneficiária do JCP que seria distribuído pela Eletrobras ([REDACTED] compra do [REDACTED]) e, em seguida, destrocariam suas posições ([REDACTED] vende ao [REDACTED]).

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 22 de 36

35. O [REDACTED] era tributado com a alíquota de 15% de imposto de renda sobre o JCP recebido e o [REDACTED] era isento. Ou seja, havia interesse econômico por parte do [REDACTED] e do [REDACTED] em combinar previamente as operações, a fim de não gerar o pagamento de imposto sobre o JCP recebido, dividindo o valor que seria pago de imposto pelo [REDACTED] Carlos Frederico e [REDACTED] negociavam nas gravações o rateio do benefício econômico na casa de 90% a 92,5% do valor bruto distribuído a título de JCP.

36. Outro elemento das gravações que demonstra que se tratavam de operações com partes previamente definidas é o acordo entre Carlos Frederico e [REDACTED] de que caso o contrato de aluguel fosse encerrado antecipadamente, o [REDACTED] venderia as ações ao [REDACTED] para que este honrasse o contrato de aluguel. Dessa forma, o [REDACTED] não correria o risco de *default* no contrato de aluguel de ações.

37. A Defesa alega que a operação de bolsa era *hedge* para o Derivativo de Balcão. Para a Defesa, a referência à palavra *swap* diria respeito ao Derivativo de Balcão. Entretanto, não faria sentido que o encerramento do contrato de aluguel determinasse o encerramento do Derivativo de Balcão, envolvendo terceiro, a que [REDACTED] e Carlos Frederico se referem na gravação:

**“Carlos Frederico - 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...  
[REDACTED] - Fundo: Isso, o risco é meu, o risco é meu... Se o aluguel subir amanhã, amanhã você me chama, o risco é meu.”**

38. A leitura desse trecho da gravação esclarece que [REDACTED] e Carlos Frederico combinavam que o encerramento da posição de ELET6 em bolsa se daria entre as mesmas partes, ainda que o contrato de aluguel fosse encerrado antecipadamente.



Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 23 de 36

39. A forma como a operação foi realizada, conforme demonstrado na seção anterior, somada ao conteúdo das gravações e ao resultado financeiro obtido, levam à conclusão de que a operação era simulada, com o objetivo de não pagar imposto de renda sobre o JCP distribuído pela Eletrobras.

**2.3. A existência de eventual Derivativo de Balcão no exterior não afasta a irregularidade das operações cursadas na BM&FBOVESPA**

40. A existência do alegado Derivativo de Balcão não afasta a artificialidade das operações cursadas na BM&FBOVESPA, com partes e resultado previamente definidos. Essa dinâmica é irregular, decorrendo daí a responsabilidade dos Defendentes no presente caso.

41. A Deliberação da CVM nº 14/83 prevê expressamente que as operações realizadas com a finalidade de gerar lucro previamente ajustado não se confundem com as operações consideradas legítimas no mercado de bolsa. De acordo com referida deliberação, as operações irregulares têm como característica a:

“emissão de ordens de compra e venda com coincidência de intermediário, comitente, preço, horário ou quantidade, envolvendo grandes lotes, em opções de compra, ou em operações a futuro seguidas, em curto lapso de tempo, de operações reversas, ou com outras características que as diferenciem das negociações regulares.”

42. Como visto, os diálogos havidos entre Carlos Frederico e [REDACTED] demonstram que os investidores acordaram que a abertura e o encerramento da posição se daria entre o [REDACTED] e o [REDACTED], de modo que o [REDACTED] figurasse como proprietário das ações ELET6 por ocasião do anúncio da distribuição de JCP pela Eletrobras.

43. Apesar da alegação da Defesa de que a contraparte das operações com ELET6 era irrelevante (fl. 169, p. 10), os diálogos entre Carlos Frederico e [REDACTED]

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 24 de 36

demonstram situação diversa. Nesses diálogos, Carlos Frederico e [REDACTED] acordam que as operações seriam realizadas por meio de negócios diretos, para afastar o risco de interferências de terceiros: “*Aí a gente vai ter que 'diretar' né, eu compro, eu compro essas ações de você*”). Inclusive, Carlos Frederico e [REDACTED] acordaram que se o contrato de aluguel fosse encerrado antecipadamente, o [REDACTED] venderia a posição de ELET6 ao [REDACTED] para que este pudesse entregar os ativos alugados (“*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*”).

44. Além do conteúdo do diálogo, a forma de execução das operações com ELET6 demonstra que seu propósito era que o [REDACTED] e o [REDACTED] figurassem como contrapartes. O [REDACTED] e o [REDACTED] registraram as ofertas a preço de abertura do leilão. O registro de oferta a preço de abertura confere prioridade de execução<sup>8</sup> e mitiga o risco de interferência de terceiros no negócio.

45. Essas ofertas foram registradas simultaneamente, na mesma quantidade, tanto na abertura quanto no encerramento da posição. As ofertas de abertura da posição foram registradas pelo [REDACTED] e pelo [REDACTED] em intervalo menor que 1 segundo, tendo ambos os investidores registrado oferta para negociar 4,5 milhões de ações. Já as ofertas de encerramento da posição foram registradas pelo [REDACTED] e pelo [REDACTED] em intervalo de 13 segundos, tendo ambos os investidores registrado oferta para negociar 4,5 milhões de ações, novamente.

46. O resultado da combinação desses elementos é que o [REDACTED] obteve ganho financeiro de R\$ 7.515.000,00 e o [REDACTED] obteve prejuízo de

<sup>8</sup> Regulamento de Operações do Segmento Bovespa:

#### 12.4 DOS TIPOS DE OFERTAS

12.4.1: Os Tipos de Ofertas aceitos para apregoação nos sistemas de negociação da Bolsa são:

Oferta ao Preço de Abertura – é uma oferta de compra ou venda que deve ser executada ao preço de abertura do leilão ou das fases de Pré-abertura e Pré-fechamento.

*h*



Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 25 de 36

igual valor (fl. 49). Esse resultado de R\$ 7.515.000,00 decorre da diferença entre o preço de abertura da posição (R\$ 12,61) e o preço de encerramento (R\$ 10,94), multiplicado pelo número de ações negociadas (4,5 milhões).

47. Além dessas características, é relevante observar o regime tributário dos investidores envolvidos nessa operação. O [REDACTED] é pessoa jurídica sujeita à tributação de imposto de renda na alíquota de 15% sobre o recebimento de JCP. O [REDACTED] por sua vez, é pessoa jurídica isenta de imposto de renda sobre o recebimento de JCP. Assim, se o [REDACTED] adquirisse os ativos até a data de anúncio da distribuição de JCP pela Eletrobrás, receberia o JCP líquido de imposto de renda, decorrendo daí seu ganho financeiro na operação.

48. Uma vez identificada a diferença do tratamento tributário conferido aos dois investidores envolvidos nas operações objeto deste processo, para fins de recebimento de JCP, passa-se à análise do momento em que as operações foram realizadas.

49. A posição foi aberta no pregão de 30.4.2014 ([REDACTED] comprou do [REDACTED] [REDACTED]) e foi encerrada após dois pregões, em 5.5.2014 ([REDACTED] vendeu ao [REDACTED]). A abertura da posição ocorreu no dia em que a Eletrobras divulgou fato relevante que distribuiria JCP aos acionistas que estivessem registrados na data-base daquele pregão. Assim, o [REDACTED] vendeu as ações ao [REDACTED] no pregão de 30.4.2014, e as comprou, no pregão de 5.5.2014, após o ativo se tornar ex-JCP.

50. Como dito acima, o [REDACTED] obteve ganho de R\$ 7.515.000,00 em razão dessas operações (vendeu as ações na alta e as comprou na baixa) e o [REDACTED] recebeu o JCP isento de imposto de renda. O prejuízo do [REDACTED] decorrente da compra do ativo na alta e da venda na baixa foi compensado pelo recebimento do JCP isento de imposto de renda. O valor do JCP recebido pelo [REDACTED] foi superior ao prejuízo experimentado nas operações de bolsa, de sorte que seu benefício econômico final foi de R\$ 142.006,66 (fl. 43). O valor recebido pelo [REDACTED] refere-se ao rateio do valor do imposto

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 26 de 36

de renda que seria pago pelo [REDACTED] por ocasião da distribuição de JCP.

51. Diante do exposto, ao contrário do que alega a Defesa<sup>9</sup>, entende-se que a existência de Derivativo de Balcão não descaracteriza a artificialidade das operações realizadas em bolsa.

#### **2.4. As operações objeto deste processo alteraram o fluxo de ordens do ativo**

52. A Defesa alega que “o mero anúncio de pagamento tende a elevar o volume das movimentações de mercado” (fl. 103). Alega ainda que “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” (fl. 106). A Defesa colacionou o histórico de cotações da Duratex S.A., Bradespar S.A., Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras e Eletrobras, os quais comprovariam que “o mero anúncio de pagamento tende a elevar o volume das movimentações de mercado” (fls. 157/162). Dessa forma, a Defesa entende que não houve efeito material da conduta dos Defendentes no comportamento do mercado (fl. 103).

53. Preliminarmente, esclareça-se que é prescindível a comprovação de alteração no fluxo de ordens para a caracterização de criação de condições artificiais de oferta, demanda ou preço de valores mobiliários. As operações, quando artificiais, alteram o fluxo de ordens, independentemente, do volume ou do mercado em que foram realizadas.

<sup>9</sup> “É importante, porém, não confundir as operações geradoras de condições artificiais com outras operações que, a despeito de estarem, direto 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.” (fl. 98)

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 27 de 36

A BSM já se manifestou a esse respeito, por ocasião do julgamento do PAD 15/13, pelo Pleno do Conselho de Supervisão, em 3.12.2015:

“A defesa confirma que a Sra. Silmara realizou as operações com o intuito de auferir remuneração, o que comprova a artificialidade dos negócios. A propósito, é irrelevante a alegação da defesa de que as operações consideradas irregulares corresponderiam a pequena fração do total operado pela Acusada, pois isso, tampouco, tem o poder de extinguir o ilícito praticado.

**7. Por fim, acompanho o entendimento já exposto nos autos, quanto a ser desnecessário comprovar a alteração do fluxo de ordens para caracterizar a criação de condições artificiais de oferta, demanda e preço de valores mobiliários. Foi demonstrado que as operações são artificiais, eis que realizadas com propósitos diversos da negociação em bolsa, o que é suficiente para caracterizar sua irregularidade.”**  
(grifou-se)

54. A CVM entendeu no mesmo sentido, ao julgar o Processo Administrativo Sancionador (PAS) nº 12/2004, em 11.5.2010. Nessa decisão, o então Diretor-Relator Alexandro Broedel Lopes, esclareceu que, havendo artificialidade, há efetiva alteração no fluxo de ordens:

“Em defesa, os acusados alegaram que as operações realizadas, no mercado de opções flexíveis de dólar, não se enquadram na hipótese da alínea “a”, do inciso II, da Instrução CVM nº 08/79, sob o argumento de que as operações realizadas não provocaram alteração no fluxo de ordens do mercado, notadamente por terem sido realizadas no mercado de balcão, em que não há apregoação. A fim de reforçar essa alegação, alguns acusados afirmaram que foram realizados poucos negócios, em volume inexpressivo, quando comparado ao total movimentado pelo mercado, em negociações com dólar, no período.

Tais argumentos não procedem, pois **havendo artificialidade, há efetiva alteração no fluxo de ordens no mercado. Independentemente do volume ou do mercado em que foram operados, os negócios artificiais interferem, sempre, no bom funcionamento do mercado, que passa a ser um meio para transações com finalidades impróprias.**

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 28 de 36

E ainda que o impacto da alteração no fluxo de ordens seja desconhecido, isso não descaracteriza a irregularidade, visto que o tipo "condições artificiais de demanda, oferta ou preço" não depende da comprovação do montante da alteração no fluxo de ordens do mercado." (decisão por unanimidade)

55. Na mesma linha foi o voto da então Diretora da CVM, Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, por ocasião do julgamento do PAS 4/2013, em 25.2.2014:

“Da leitura das normas em questão, contudo, não extraio a necessidade de se verificar algum efeito material, como por exemplo, impacto no preço do contrato futuro, tal como alegado pela defesa. Basta, como já decidiu este Colegiado, *‘que se verifiquem alterações no fluxo de ordens de compra ou venda dos papéis decorrentes de negociações preestabelecidas, tal como ocorreu no caso em tela, em que a bolsa foi indevidamente utilizada para a satisfação de interesses particulares, a partir da livre transferência de recursos entre participantes do mesmo grupo em operações que não visavam efetivamente transferir a propriedade dos títulos negociados’*<sup>10</sup> E não poderia ser diferente! Se os participantes de mercado tivessem consciência que determinados participantes (aqueles operando com lotes pequenos) pudessem transacionar valores mobiliários de forma a assegurar a transferência de riqueza entre si, ajustando antecipadamente o preço, e conseqüentemente os ganhos e as perdas, imediatamente, o preço de mercado não seria mais livremente determinado por partes independentes. Sob tais condições, teríamos um preço amorfo, sem transparência e percebido pelos participantes de mercado como sendo artificial. O resultado evidentemente seria o prejuízo para a formação de preço de mercado. E quando os preços não servem mais para alocar recursos eficientemente, o mercado míngua e perde sua própria razão de ser. (...) Além disso, me parece que existe uma lógica por trás de se coibir operações artificiais, mesmo que sem efeitos perante terceiros. Isso porque, permitir tal tipo de conduta seria uma permissão para que o mercado pudesse ser utilizado para práticas como lavagem de dinheiro ou de evasão fiscal, dentre outras conseqüências igualmente perniciosas para o interesse público.” (decisão por unanimidade)

<sup>10</sup> PAS 16/2001, Diretora Relatora Norma Parente, julgado em 3/11/2005. Embora, no caso, os acusados tenham sido absolvidos, permanecem válidas as afirmações de cunho geral acerca da caracterização do ilícito de criação de condições artificiais de demanda.

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 29 de 36

56. E ainda que se considerasse a comprovação ou mensuração da alteração no fluxo de ordens como elemento essencial para a criação de condições artificiais, é de se destacar que as operações objeto deste processo representaram volume significativo na negociação do ativo.

57. No presente caso, os negócios representaram 47% e 73% do volume negociado nos pregões de 30.4.2014 e 5.5.2014, respectivamente (fl. 19). Ou seja, não fossem os negócios objeto do presente processo, do total de quase 8,8 milhões de ações negociadas no pregão de 30.4.2014, apenas 4,3 milhões teriam sido negociadas. Em relação ao pregão de 5.5.2014, do total de 6,1 milhões de ações negociadas, apenas 1,8 milhões teriam sido negociadas. Ou seja, houve uma distorção significativa no volume de ações negociadas em tais pregões em razão das operações simuladas previamente combinadas entre o [REDACTED] e o [REDACTED].

58. Os gráficos trazidos pela Defesa (fls. 157/162) não descaracterizam, portanto, a alteração do fluxo de ordens.

## **2.5. A decisão da CVM trazida pela Defesa não se aplica ao caso concreto**

59. A Defesa alega que “se a operação em si tinha uma outra motivação legítima que fosse, não há que se falar no ilícito [*criação de condições artificiais*]” (fl. 99). Para corroborar essa alegação, trouxe aos autos o voto do julgamento do processo administrativo sancionador CVM SP2013/12, em que foram absolvidos dois investidores acusados de criar condições artificiais de oferta, demanda ou preço de valores mobiliários, bem como da prática de *insider trading*, pela realização de negócios em bolsa que teriam natureza artificial.

60. A decisão trazida pela Defesa trata, contudo, de situação fática diversa. No presente caso, as partes realizaram uma operação simulada, com resultado previamente

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 30 de 36

ascertado, popularmente conhecida como *vai-e-vem*. No precedente trazido pela Defesa, não houve essa situação.

61. Na decisão trazida pela Defesa, o investidor [REDACTED] (“[REDACTED]”) adquiriu 22.220.000 ações do ativo HYPE3, das quais 13.542.000 ações foram adquiridas por meio de procedimento de leilão na BM&FBOVESPA, tendo o [REDACTED] como contraparte. Na data da liquidação da operação realizada em leilão, [REDACTED] emprestou 22.220.000 ações HYPE3 ao [REDACTED] por meio de transferência de custódia de ações na Central Depositária da BM&FBOVESPA. Ou seja, não houve operação de bolsa. A Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários entendeu que [REDACTED] e [REDACTED] deveriam ser responsabilizados, entre outras infrações, pela criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários (“A acusação questiona, portanto, o casamento das operações de alienação e transferência de ações que, em 4.4.2012, teria resultado na ausência de movimentação líquida de custódia das partes envolvidas” – voto da Diretora-Relatora).

62. De acordo com as provas produzidas no processo, [REDACTED] teria contratado financiamento de USD 80 milhões perante o [REDACTED]. O valor financiado foi utilizado para adquirir 22.220.000 ações HYPE3. Como garantia de pagamento do financiamento, [REDACTED] emprestou as ações ao [REDACTED] por meio de transferência de custódia na Central Depositária da BM&FBOVESPA [*“E, sobretudo, o banco (...) documentou amplamente a operação de Financiamento”* – voto da Diretora-Relatora].

63. O Colegiado da CVM absolveu os acusados da infração de criação de condições artificiais, porque a Defesa demonstrou que a transferência de custódia entre os investidores estava suportada por um contrato de empréstimo temporário das ações, como garantia do financiamento que [REDACTED] tinha celebrado com o [REDACTED] para adquirir as ações HYPE3. A transferência de custódia de [REDACTED] para o [REDACTED]

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 31 de 36

era temporária, apenas com o propósito de garantir o financiamento, o que excluiu a aparência artificial da operação. Ou seja, diferentemente do presente caso, não houve uma operação com resultado previamente acertado realizada no mercado de bolsa.

64. Ademais, naquele caso, não houve benefício econômico direto advindo da operação de bolsa.

65. No presente caso, o [REDACTED] e o [REDACTED] acordaram previamente em trocar suas posições no ativo ELET6, com 4,5 milhões de ações, no período de distribuição de JCP (*vai-e-vem*). Além disso, os investidores acordaram a forma de rateio do benefício econômico gerado com a operação. Ou seja, o mercado administrado pela BM&FBOVESPA foi utilizado como meio para realização de negócio com resultado previamente acordado.

66. As operações objeto deste processo geraram ganho de R\$ 413.174,54 ao [REDACTED] e de R\$ 142.006,66 ao FIM (fls. 9/10).

## 2.6. Dolo da Corretora

67. Conforme demonstrado ao longo deste Parecer Jurídico, a Corretora atuou em nome do conglomerado econômico do qual participa. Entende-se que o propósito do [REDACTED] era a realização de operações no mercado de bolsa com resultados previamente acertados.

68. Como já exposto na seção 2.3 deste Parecer Jurídico, ainda que a operação de Derivativo de Balcão existisse, tal fato não afastaria a artificialidade das operações em bolsa. Os diálogos entre [REDACTED], representante do [REDACTED], e Carlos Frederico, operador da Corretora e representante do [REDACTED], demonstram que as operações em bolsa foram estruturadas para obter vantagem patrimonial por ocasião da distribuição de JCP, em razão da diferença de tributação existente entre tais investidores (*“Aí a gente vai ter que ‘diretar’ né, eu compro, eu compro essas ações de você, você vai*

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 32 de 36

*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?").*

69. Caso o fundamento das operações objeto deste processo fosse realmente o *hedge* da operação de *swap*, as operações com ações ELET6 poderiam ter sido realizadas com qualquer contraparte e não, necessariamente, entre o [REDACTED] e o [REDACTED], conforme acordado previamente. [REDACTED] e Carlos Frederico acordaram que as operações seriam realizadas por meio de negócios diretos e que o [REDACTED] venderia as ações de volta ao [REDACTED] (“*se ele me call back eu fecho o seu swap*”), caso a operação de aluguel fosse encerrada.

70. A combinação prévia do resultado das operações e suas contrapartes, com o propósito da [REDACTED] de se apropriar do benefício fiscal que o [REDACTED] teria pelo recebimento de JCP, não se caracteriza como negócio de bolsa. Foi realizada uma operação simulada em ambiente de bolsa para dissimular o real propósito dos negócios que é se apropriar do valor de imposto de renda incidente sobre o JCP. Daí porque se entende pela artificialidade das operações em questão.

71. Com efeito, a Corretora teve por propósito vender 4,5 milhões de ações ELET6 na “alta” (*cum*-JCP) e comprá-las na “baixa” (*ex*-JCP) do mesmo investidor. A ciência que o ativo estaria *ex*-JCP na segunda perna da operação conferiu a certeza de que o resultado da operação seria positivo para o [REDACTED]. Se não há risco na operação de bolsa, se já são conhecidos os resultados antes mesmo da execução da operação, trata-se de operação de bolsa simulada e, portanto, artificial.

72. Diante desses fatos, entendemos ter sido comprovado o dolo específico da Corretora de intermediar operações artificiais, em violação ao inciso I, conceituado pelo inciso II, alínea “a” da ICVM 8/79.

h



Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 33 de 36

## 2.7. Dolo dos Operadores

### 2.7.1. Dolo de Carlos Frederico

73. Carlos Frederico era pessoa autorizada a emitir ordens em nome do [REDACTED], além de operador da Corretora (fl. 20). Os diálogos mantidos entre Carlos Frederico e [REDACTED] demonstram que Carlos Frederico articulou o resultado da operação em bolsa previamente.

74. A Defesa alega que a referência a “90%” na conversa entre Carlos Frederico e [REDACTED] diria respeito ao percentual do JCP que seria pago, pelo [REDACTED] no [REDACTED], à pessoa jurídica no exterior ligada ao [REDACTED] (fl. 93).<sup>11</sup> Esse percentual seria calculado com base nos proventos líquidos que o doador das ações (um cliente do [REDACTED]) receberia (85% do JCP), somado da taxa de aluguel que a [REDACTED] deveria pagar ao doador (5%) (fls. 93/94).

75. Entende-se que as referências a “*play de JCP*” e “*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?*” dizem respeito às operações ocorridas na BM&FBOVESPA e ao acordo prévio sobre o resultado dessas operações. E foi exatamente isso que ocorreu: o [REDACTED] comprou as ações do [REDACTED], que alugou parte das ações de um terceiro. O [REDACTED] recebeu o JCP isento de imposto de renda. O [REDACTED]

<sup>11</sup> “Ora, o que se está negociando é o percentual a ser pago no *swap* pelo [REDACTED] sobre o valor bruto de JCP distribuído pela Eletrobras.

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 [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*.” (fls. 92/93)

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 34 de 36

Ltda., por sua vez, deixou de receber JCP (*zero a zero em JCP*), porém lucrou no *swing trade* (“*vai receber um fee*”).

76. Ainda, a referência ao encerramento das operações de bolsa caso o contrato de aluguel de ações fosse encerrado, corroboram o entendimento da Acusação de que a abertura e o encerramento da posição em ELET6 deveria ocorrer entre [REDACTED] e o [REDACTED], senão vejamos: (“*Carlos Frederico: 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*” fl. 12). Ou seja, as partes acordaram que se o contrato de aluguel fosse encerrado antecipadamente, a posição em ELET6 também seria encerrada.

77. Portanto, não é verossímil a alegação da Defesa de que as operações de bolsa seriam *hedge* para Derivativo de Balcão. Se assim fossem, seu encerramento não estaria atrelado ao encerramento do contrato de aluguel, conforme acordaram Carlos Frederico e [REDACTED], no pregão de 30.4.2014. O mesmo raciocínio se aplica para o termo *swap* utilizado nas gravações: esse termo se refere às operações de bolsa, pois não haveria propósito de encerrar o Derivativo de Balcão em razão do encerramento do contrato de aluguel de ELET6, celebrado com terceiro alheio ao Derivativo de Balcão.

78. Diante disso, conclui-se que essa conversa tratava de operações de bolsa simuladas com resultado previamente acordados.

79. Tendo isso em consideração, houve dolo específico de Carlos Frederico em criar condições artificiais de oferta, demanda ou preço de valores mobiliários, em violação ao inciso I, conceituado pelo inciso II, alínea “a”, da ICVM 8/79.

#### 2.7.2. Dolo de Felipe

80. O operador Felipe é acusado de contribuir para a criação de condições artificiais de oferta, demanda ou preço de valores mobiliários, porque atuou em conjunto

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 35 de 36

com Carlos Frederico para executar operações entre o [REDACTED] e o [REDACTED] que configuram a criação de condições de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários. Como dito acima, as operações objeto deste processo são consideradas artificiais, porque tinham resultado e partes previamente acertados. O [REDACTED] obteve ganho e o [REDACTED] obteve prejuízo de mesmo valor.

81. Esse resultado somente foi possível porque Felipe executou a compra, pelo [REDACTED], no dia 30.4.2014, de 4,5 milhões de ações ELET6, ao preço de R\$ 12,61, e no dia 5.5.2014 (2 pregões após a compra), executou a venda das mesmas ações, ao preço de R\$ 10,94 (fl. 6).

82. A forma como Felipe executou essas operações evidenciam que ele estava ciente do seu propósito artificial. Felipe atuou de forma coordenada com Carlos Frederico na execução das ofertas, de forma a evitar que os demais investidores que negociavam com o mesmo ativo interferissem nos negócios do [REDACTED] e do [REDACTED].

83. No pregão de 30.4.2014, Felipe inseriu oferta de compra, pelo [REDACTED], às 16:53:24:212, enquanto Carlos Frederico inseriu a oferta de venda pelo [REDACTED] às 16:53:24:987 (intervalo inferior a 1 segundo). E, no pregão de 5.5.2014, Felipe inseriu oferta de venda, pelo [REDACTED], às 14:22:45:351, enquanto Carlos Frederico inseriu oferta de venda pelo [REDACTED], às 14:22:32:699 (intervalo de 13 segundos) (fl. 16).

84. A coordenação entre Felipe e Carlos Frederico foi, portanto, essencial para a concretização dos negócios objeto do presente processo. Não fosse essa atuação coordenada – inserção de ordens em curto intervalo de tempo e a preço de abertura – outros investidores poderiam interferido nos negócios.

h

Parecer Jurídico - Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015 – Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban – Fls. 36 de 36

85. Diante disso, entende-se que Felipe contribuiu diretamente para a criação de condições artificiais de oferta, demanda ou preço de valores mobiliários, em violação ao item 5.10.3.e do Regulamento de Operações do Segmento Bovespa.

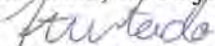
### 3. CONCLUSÃO

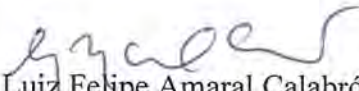
86. Ante o exposto e considerando as infrações verificadas no caso em tela, sugerimos ao Conselho de Supervisão a aplicação da penalidade aos Defendentes, conforme disposto no artigo 36, parágrafo segundo, da Instrução CVM 461/07, no artigo 30 do Estatuto Social da BSM e no artigo 58 do Regulamento Processual da BSM.

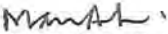
87. Para a dosimetria das penalidades a serem eventualmente impostas, sugerimos que seja considerada a participação direta e intencional dos Defendentes, assim como o artigo 34 do Regulamento Processual da BSM, pelo qual, no julgamento, serão levados em consideração, além dos efeitos imediatos da decisão para as partes, importantes efeitos gerais, especialmente quanto ao aspecto educacional, ao aprimoramento da conduta e à credibilidade do mercado.

88. Submetemos nosso parecer à consideração superior.

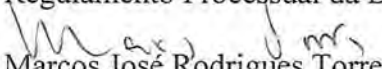
São Paulo, 22 de junho de 2016.

  
Leonardo Furtado  
Advogado

  
Luiz Felipe Amaral Calabró  
Superintendente Jurídico

  
Mariana Arantes Fonseca  
Gerente Jurídica

Encaminhe-se o Parecer Jurídico às Partes, nos termos do parágrafo único do artigo 8º do Regulamento Processual da BSM e, posteriormente, ao Conselho de Supervisão.

  
Marcos José Rodrigues Torres  
Diretor de Autorregulação