

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

**CONSELHO DE SUPERVISÃO**

**TURMA**

**CONSELHEIRO-RELATOR: WLADIMIR CASTELO BRANCO CASTRO**

**MEMBROS: ALINE DE MENEZES SANTOS E MARIA CECÍLIA ROSSI**

**PROCESSO ADMINISTRATIVO ORDINÁRIO Nº 19/2015**

**DEFENDENTES: MORGAN STANLEY CTVM S.A., CARLOS FREDERICO SOBRAL ELIAS  
E FELIPE BALABAN**

**RELATÓRIO**

**1. DO TERMO DE ACUSAÇÃO**

**1.1. Da operação objeto da irregularidade**

1. Em 26.11.2015, o Diretor de Autorregulação da BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (“BSM”) instaurou o presente processo administrativo em face de Morgan Stanley CTVM S.A. (“Corretora”), Carlos Frederico Sobral Elias (“Carlos”) e Felipe Balaban (“Felipe”).

2. O processo foi instaurado em razão dos fatos e elementos de autoria e materialidade de infração apurados no Parecer da Superintendência de Acompanhamento de Mercado da BSM nº 74/2014.

3. De acordo com o Termo de Acusação, nos pregões de 30.4.2014 e 5.5.2014, a Corretora intermediou dois negócios entre os investidores [REDACTED] e [REDACTED]. Os negócios foram realizados com ações preferenciais da Centrais Elétricas Brasileiras S.A.



Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 2 de 21

– Eletrobras - ELET6 e geraram ganho de R\$ 7.515.000,00 ao [REDACTED] e perda de igual valor ao [REDACTED] (fl. 2).

4. No pregão de 30.4.2014, a [REDACTED] vendeu 4,5 milhões de ações ELET6 ao [REDACTED], ao preço de R\$ 12,61. No dia 5.5.2014, o [REDACTED] vendeu 4,5 milhões de ações ELET6 ao [REDACTED], ao preço de R\$ 10,94 (fl. 7).

5. Os dois negócios foram levados a leilão, porque o lote de ações ofertadas representava percentual entre 1% e 2,99% do total de ações preferenciais emitidas pela companhia (fl. 14). No leilão de 30.4.2014, Carlos inseriu oferta em nome do [REDACTED] e Felipe inseriu oferta em nome do [REDACTED]. As ofertas foram inseridas a preço de abertura do leilão e em intervalo inferior a 1 segundo (fl. 15). No leilão de 5.5.2014, o operador [REDACTED] inseriu oferta em nome do [REDACTED] e o operador Felipe inseriu oferta em nome do [REDACTED]. As ofertas foram inseridas a preço de abertura do leilão e em intervalo inferior a 13 segundos (fl. 16).

6. De acordo com o Termo de Acusação, o casamento cronológico da inserção das ofertas de compra e de venda demonstraria que os Defendentes teriam definido as contrapartes das operações dos dias 30.4.2014 e 5.5.2014 previamente e utilizaram-se da inserção de ofertas concomitante para evitar a interferência de terceiros.

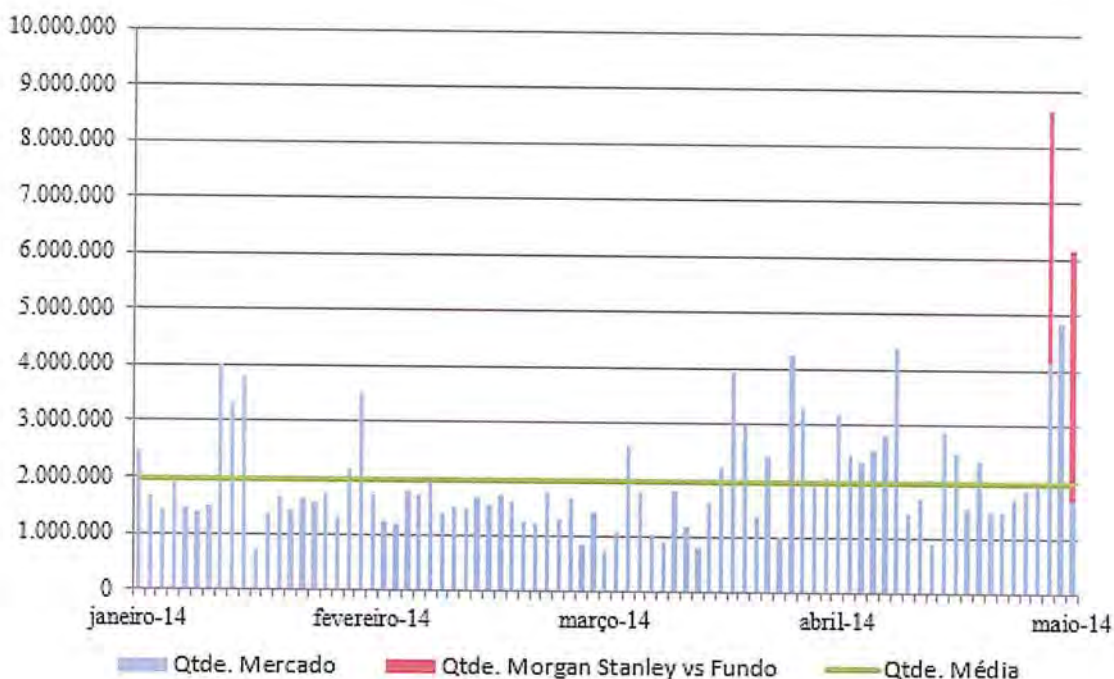
7. Ademais, o Termo de Acusação também sustenta que a inserção de ofertas a preço de abertura seria um segundo sinal de que os Defendentes tinham por fim evitar a interferência de terceiros na operação (fl. 15). Nesse sentido, expõe que as ofertas inseridas a preço de abertura possuem prioridade de execução em relação às demais ofertas inseridas no leilão. A prioridade de execução das ofertas impediria que outros investidores interferissem na negociação casada (fl. 15).



Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 3 de 21

8. Segundo o Termo de Acusação, “os operadores [teriam] atuaram[do] de forma coordenada para a execução desses negócios” (fl. 16).

9. A BSM identificou que o negócio realizado em 30.4.2014 representou 47% do volume total negociado do ativo e que o negócio de 5.5.2014 representou 73% do volume total negociado do ativo (fl. 19). Ademais, a BSM identificou que “os dois negócios diretos envolveram quantidades 2,3 vezes acima da média diária das ações ELET6 negociadas nos 5 meses anteriores”, conforme se observa do gráfico abaixo (fl. 19):



## 1.2. Das operações com aluguel de ações e da diferença de tributação dos investidores

Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 4 de 21

10. Em 30.4.2014, a Assembleia Geral Ordinária da Eletrobras aprovou a distribuição de juros sobre o capital próprio (“JCP”) aos acionistas inscritos na base nessa data (fl. 5). O [REDACTED] possuía 896.460 ações em carteira neste pregão e estava sujeita à tributação de imposto de renda pelo recebimento de JCP à alíquota de 15%, conforme artigo 9º, parágrafo 2º, da Lei 9.249/95<sup>1</sup> e artigo 22, da Instrução Normativa da Receita Federal 1.022/2010.<sup>2</sup>

11. O [REDACTED], por sua vez, à época da operação, era isento do pagamento de imposto de renda por ocasião do recebimento de JCP, conforme artigo 14, da Instrução Normativa da Receita Federal 1.022/2010.<sup>3</sup>

12. Assim, se o [REDACTED] permanecesse como acionista da Eletrobras no pregão de 30.4.2014, ela receberia R\$ 1.525.377,92, a título de JCP bruto, sendo que R\$ 233.369,51 seriam pagos a título de imposto de renda, conforme descrito acima. Após a tributação do provento, o valor líquido recebido seria de R\$ 1.292.008,31 (fl. 5).

<sup>1</sup> Lei 9.249/1995:

Art. 9º A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP.

§ 2º Os juros ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de quinze por cento, na data do pagamento ou crédito ao beneficiário.

<sup>2</sup> Instrução Normativa da Receita Federal 1.022/2010:

Art. 22. Os valores recebidos das companhias emissoras de ações integrantes da carteira do fundo, repassados diretamente aos cotistas, são isentos do imposto sobre a renda, no caso de dividendos; e tributados na fonte à alíquota de 15% (quinze por cento), no caso de juros sobre o capital próprio.

<sup>3</sup> Instrução Normativa da Receita Federal 1.022/2010:

Art. 14. São isentos do imposto sobre a renda:

II - os juros sobre o capital próprio de que trata o art. 9º da Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, recebidos pelos fundos de investimento.



Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 5 de 21

13. De acordo com o Termo de Acusação, para evitar o pagamento do imposto de renda sobre o JCP distribuído, o [REDACTED] vendeu 4,5 milhões de ações ao [REDACTED], que figurou como acionista da Eletrobras na data que fixou a base de acionistas teriam direito ao recebimento de JCP (fl. 5). Esse JCP seria pago líquido de imposto de renda em razão da isenção atribuída ao [REDACTED] à época das operações.

14. O [REDACTED] recebeu R\$ 7.657.006,66 a título de JCP e, em 5.5.2014, vendeu 4,5 milhões de ações ELET6 ao [REDACTED]. Assim, o prejuízo sofrido pelo [REDACTED] nas operações objeto deste processo (operações de bolsa com ELET6), no valor de R\$ 7.515.000,00, foi compensado pelo ganho obtido com o recebimento de JCP, no valor de R\$ 7.657.006,66 (fl. 9). Portanto, o [REDACTED] obteve ganho financeiro de R\$ 142.006,66 na operação de compra de ações ELET6 *cum*-JCP e venda de ELET6 *ex*-JCP (fl. 9).

15. Como exposto acima, o [REDACTED] tinha em carteira 896.460 ações ELET6 em 30.4.2014, de sorte que a venda de 3.603.540 ações<sup>4</sup> ao [REDACTED] teria sido realizada descoberta. Dessa forma, o [REDACTED] tomou em aluguel 3.603.540 ações para honrar a liquidação da venda realizada ao [REDACTED].

16. De acordo com os itens 4.1 e 7 do Manual de Procedimentos Operacionais da BM&FBOVESPA, o JCP deve ser reembolsado ao doador dos ativos.<sup>5</sup> Assim, o [REDACTED]

<sup>4</sup> 3.603.540 equivale à diferença entre 4,5 milhões de ações e 896.460 de ações, que equivalem ao total de ações vendidas ao [REDACTED] no pregão de 30.4.2014 e o total de ações que a [REDACTED] detinha em carteira à época da operação, respectivamente.

<sup>5</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.



Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 6 de 21

\_\_\_\_\_ teria pago R\$ 5.193.543,05 ao doador das ações, a título de JCP líquido, e R\$ 616.274,09 a título de remuneração pelo aluguel das 3.603.540 ações. No total, o \_\_\_\_\_ pagou R\$ 5.809.817,14 ao doador das 3.603.540 ações (fl. 8).

17. O resultado do \_\_\_\_\_ assim, seria de R\$ 7.515.000,00, decorrente da venda e compra de 4,5 milhões de ações ELET6, que subtraído R\$ 5.809.817,14, decorrente do custo com o aluguel de 3.603.540 ações, totalizaria R\$ 1.705.182,85 de lucro (fl. 8). Ou seja, se o \_\_\_\_\_ não tivesse realizado a operação de venda e compra de ações ELET6 com o \_\_\_\_\_, teria recebido R\$ 1.292.008,31 com o JCP distribuído pela Eletrobras. Porém, em razão dessa compra e venda objeto da irregularidade, o \_\_\_\_\_ obteve ganho de R\$ 1.705.182,85 (fl. 9).

### **1.3. Das gravações enviadas pela Corretora como ordens que suportaram a operação objeto deste processo**

18. Em 2.7.2014, a BSM solicitou à Corretora que apresentasse as “gravações telefônicas com a identificação dos interlocutores e quaisquer outros documentos ou informações, inclusive serviços de mensageria eletrônica, fax, entre outros, relativos às transmissões das ordens que deram origem às operações” de venda e compra de 4,5 milhões de ações ELET6 (fls. 30/31).

19. Em 25.7.2014, a Corretora apresentou os esclarecimentos solicitados pela BSM e as gravações de diálogos solicitadas (fls. 33/40). Essas gravações trazem Carlos, operador da Corretora e pessoa autorizada a emitir ordens em nome do \_\_\_\_\_

### **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.



Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 7 de 21

██████████ conversando com ██████████, pessoa autorizada a emitir ordens em nome do ██████████

20. De acordo com o Termo de Acusação, as referências ao “play de JCP” e ao pagamento de um “fee” pela realização do negócio proposto nas gravações demonstraria seu propósito artificial (fl. 11).

21. As gravações apresentadas pela Corretora serão transcritas abaixo:

#### **GRAVAÇÕES DE 30.4.2014**

“(...)

Carlos Operador: Fala irmão!

██████████ - 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.

██████████ - 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.

██████████ - 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...

██████████ - Fundo: Eu compro as ações...

Carlos Operador: Tá e eu vendo swap para 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...



Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 8 de 21

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. (...)

22. A referência ao percentual de 92,5%, abaixo, segundo o Termo de Acusação, seria a forma de rateio entre o ██████████ e o ██████████ do benefício tributário auferido com a venda e compra das ações ELET6, nos pregões de 30.4.2014 e 5.5.2014 (fl. 12).

“(...)

Carlos Operador: ██████████

██████████ - 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?

██████████ - 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?

██████████ - 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.





Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 9 de 21

██████████ - 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? (...)"

"(...)

██████████ - Fundo: 10 min pra não ir para o castigo. #pressão.

Carlos 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.

██████████ - Fundo: Eu sei, estou botando pressão.

██████████ - Fundo: (...) sacanagem isso que o cara fez.

Carlos Operador: Desculpa irmão, foi sim, é difícil, me desculpa.

██████████ - Fundo: (...) é que eu já tinha falado aqui dentro que estava fechado, vai atrapalhar com certeza daqui para frente.

Carlos Operador: 4,5 mm fechado, ok?

██████████ - Fundo: blz, boa! (...)"

#### **GRAVAÇÕES DE 5.5.2014**

"Carlos Operador: bom dia

Carlos Operador: quando vc pretende zerar a elet6

██████████ - Fundo: bom dia

██████████ - Fundo: quer zerar hj ?

██████████ - Fundo: aliás temos umas cmig pra zerar tb

Carlos Operador: pode sim

Carlos Operador: ok

Carlos Operador: já vejo

Carlos Operador: ok

Carlos Operador: vo zerar

Carlos Operador: a cmig e a elet6

Carlos Operador: ok?

██████████ - Fundo: 4mm shs cmig4 e 4.5mm shs elet6?

Carlos Operador: isso aí"

#### **1.4. Do Grupo Morgan Stanley**



Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 10 de 21

23. De acordo com o Termo de Acusação, a Corretora seria companhia coligada ao [REDACTED], nos termos do artigo 243 da Lei 6.404/76, ambas controladas pela [REDACTED] (fl. 3).

24. A coligação societária, somada da utilização conjunta de conta-corrente com outros veículos do mesmo conglomerado, e do fato de que Carlos era operador da Corretora e pessoa autorizada a emitir ordens em nome do [REDACTED], ao mesmo tempo, foram considerados como elementos de prova de que a Corretora atuou no interesse econômico de seu conglomerado quando intermediou as operações objeto deste processo (venda e compra de ELET6, em ambiente de bolsa) (fl. 4).

25. O Termo de Acusação também ressaltou que a própria Corretora considerava que teria participado do negócio como um grupo, transcrevendo parte de sua resposta ao pedido de esclarecimentos da BSM:

**“Vale informar que o Morgan Stanley montou sua proteção (hedge) para o Derivativo de Balcão a partir do [REDACTED] [REDACTED] (“[REDACTED]”). E como o [REDACTED] detinha inventário em ELET6 e outras fontes de empréstimo de ELET6, o [REDACTED] não tomou emprestadas ações do cliente do Sr. [REDACTED]”**  
(fl. 4)

26. A partir dessas informações, o Termo de Acusação concluiu que “[REDACTED] atua em conjunto, justamente pela sua unicidade econômica, classificando-se como grupo econômico. Consideradas sociedades do mesmo grupo econômico, a Corretora obteve benefício financeiro a seu grupo em razão dos negócios realizados com o [REDACTED]” (fl. 4).

#### 1.5. Da Acusação

Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 11 de 21

27. A Corretora foi acusada 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 por meio do mercado de bolsa em função da diferença de tributação para fins de recebimento de JCP existente entre tais investidores (fl. 28).

28. O operador Carlos foi acusado por infração ao inciso I, definido pelo inciso II, alínea "a", ambos da ICVM nº 8/79, ao criar condições artificiais de oferta, demanda ou preço de valores mobiliários, em razão de ter negociado e executado os negócios diretos entre o [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.

29. O Felipe foi acusado por infração ao item 5.10.3.e, do Regulamento de Operações do Segmento Bovespa, ao contribuir para a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, em razão de ter executado negócios diretos em nome do [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.

## 2. DA DEFESA

30. Os Defendentes foram intimados e apresentaram Defesa conjunta, em 16.12.2015, tempestivamente (fls. 69/167). A seguir, passo ao resumo das alegações de Defesa:



Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 12 de 21

- (i) A operações objeto do processo administrativo teriam origem em um swap no exterior, doravante denominado de Derivativo de Balcão, proposta por um representante de um cliente, um modelo de negócio que seria típico para intermediários globais, tal qual a Morgan Stanley (fl. 85);
- (ii) O cliente estrangeiro contrataria com uma entidade do [REDACTED] localizada fora do Brasil, um derivativo cujo ativo de referência seria um ativo listado na BM&FBOVESPA. O Morgan Stanley, para se proteger da exposição assumida, adquiriria ou venderia o ativo de referência na BM&FBOVESPA. Ao assim agir, o Morgan Stanley 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);
- (iii) A posição mantida pelo [REDACTED] no ativo listado na BM&FBOVESPA estaria relacionada ao derivativo contratado pela entidade estrangeira do [REDACTED]. Assim, sua posição nesse ativo estaria limitada ao período de contratação desse derivativo (fl. 86);
- (iv) "1. Em 30/04/2014, a pedido do [REDACTED] no [REDACTED] e a [REDACTED] celebram o Derivativo de Balcão, por meio do qual o [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 Derivativo de Balcão. 3. O [REDACTED] vende 4,5 milhões de ações ELET6 para o [REDACTED], o que também atendia a uma demanda do [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);
- (v) [REDACTED] buscava: (i) "contratar uma posição vendida em um Derivativo de Balcão tendo como ativo referência ELET6, para uma entidade gerida pelo [REDACTED]"



Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 13 de 21

- e, ao mesmo tempo” (ii) “adquirir ações ELET6 na mesma quantidade na BM&FBOVESPA, em nome do [REDACTED] fundo de investimento administrado pelo [REDACTED] com gestão do [REDACTED]” (fl. 87);
- (vi) Em 5.5.2014, [REDACTED] teria decidido encerrar o Derivativo de Balcão. Assim, o [REDACTED] teria demonstrado seu hedge realizado em ambiente de bolsa (fl. 89);
- (vii) Os percentuais de remuneração, discutidos por Carlos e [REDACTED] diriam respeito à definição do reembolso de JCP no Derivativo de Balcão (fl. 79);
- (viii) Com relação ao conteúdo das conversas, a Defesa alegou que “o que estava sendo discutido era que o equivalente a 90% do JCP bruto distribuído pela Eletrobras no Brasil seria repassado pelo [REDACTED] no Derivativo de Balcão. Para o Morgan Stanley, 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);
- (ix) A referência ao “fee” diria respeito à remuneração da Corretora pela intermediação do Derivativo de Balcão (fl. 95);
- (x) O Morgan Stanley não teria por propósito a obtenção de vantagem financeira por ocasião da diferença de tributação entre o [REDACTED] e o [REDACTED] (fl. 95);
- (xi) Operações realizadas com o intuito de gerar condições artificiais são diferentes das operações legítimas, que estariam relacionadas a outras operações externas ao mercado de bolsa. Esse entendimento teria sido esposado no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP 2013/12, julgado em 18.8.2015, cuja Relatora foi a então Diretora Luciana Dias (fls. 98/99);
- (xii) A finalidade das operações em análise seria contrabalancear a exposição assumida em outra operação do mercado. Assim, não configurariam condições artificiais (fl. 101);



Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 14 de 21

- (xiii) Não teria havido combinação de preços e resultados das operações realizadas no mercado de bolsa (fl. 101);
- (xiv) O volume de negócios seria reflexo do anúncio do pagamento de JCP (fls. 102/103);
- (xv) As operações teriam sido executadas a preço de mercado, em conformidade com as regras de leilão da BM&FBOVESPA (fl. 105);
- (xvi) Ainda que se comprovasse que o resultado das operações objeto deste processo teria sido previamente acordado, tal fato não as caracterizaria como artificiais em razão do fundamento econômico exposto da Defesa (fl. 106);
- (xvii) Não haveria dolo específico de Felipe e de Carlos, já que as operações objeto deste processo tinham fundamento econômico (fl. 109);
- (xviii) A existência de fundamento econômico das operações objeto deste processo afastaria a responsabilidade de Carlos e de Felipe (fl. 110);
- (xix) “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);

31. A Defesa juntou (1) extrato interno do cliente [REDACTED] – [REDACTED] (fl. 116); (2) 2002 Master Agreement – International Swaps and Derivatives Association, Inc., datado de 10.7.2009, celebrado entre [REDACTED] [REDACTED] (fls. 117/155); (3) extratos do volume de negócios de ativos quando da distribuição de JCP (157/162); (4) “Resultados Calculados sobre o Derivativo de Balcão” (fls. 164/167).

### 3. DA REUNIÃO REALIZADA EM 15.4.2016

32. Em 15.4.2016, foi realizada reunião, a pedido dos Defendentes, entre seus representantes e os representantes das Superintendências Jurídicas e de Acompanhamento



Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 15 de 21

de Mercado da BSM (fl. 168). Na ocasião, os Defendentes protocolizaram manifestação reiterando os termos de sua Defesa (fl. 169).

#### 4. DO PARECER JURÍDICO DA SUPERINTENDÊNCIA JURÍDICA DA BSM

33. Em 22.6.2016, a Superintendência Jurídica da BSM apresentou Parecer Jurídico opinando pela condenação dos Defendentes, com base nos seguintes argumentos:

- (i) As gravações das conversas entre Carlos e [REDACTED] demonstrariam que as operações objeto do processo foram estruturadas para que o [REDACTED] comprasse as ações ELET6 às vésperas da distribuição da JCP, recebesse o provento líquido de imposto de renda e as vendesse ao [REDACTED] posteriormente (fl. 190);
- (ii) Os 15% de imposto de renda que o [REDACTED] deixaria de pagar, em razão da isenção tributária, teria sido rateado com o [REDACTED] por meio do preço de abertura e fechamento da operação de bolsa (fl. 190);
- (iii) A referência ao “play de JCP” diria respeito à operação entre um investidor tributado e um investidor isento de imposto de renda, para fins de recebimento de JCP (fl. 190);
- (iv) A referência a “swap” diria respeito à troca de posições entre os investidores, a abertura e encerramento de posição, pelo [REDACTED], em ELET6 (fls. 190/191);
- (v) O termo “swap”, utilizado na conversa em que se discute o percentual de rateio do benefício econômico do aluguel de ações, não diria respeito ao Derivativo de Balcão. O doador das ações não era parte no Derivativo de Balcão. Assim, não faria sentido que o doador das ações estivesse negociando o percentual de rateio do Derivativo de Balcão (fl. 191);



Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 16 de 21

- (vi) A referência à realização das operações por meio de negócios diretos seria evidência de que havia um acordo prévio sobre as contrapartes da operação, de forma a mitigar a interferência de terceiros (fl. 192);
- (vii) A referência de que “no swap versus aluguel vai ficar zero a zero em JCP e vai receber o fee” seria evidência de que o resultado da compra e venda de ELET6 deveria equivaler ao JCP que seria devolvido ao doador das ações, somado do fee (fl. 192);
- (viii) “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 (‘se ele me call back eu fecho seu swap’). As operações de bolsa seriam executadas entre as mesmas partes, ainda que o doador das ações tomadas em aluguel encerrasse o contrato antecipadamente” (fl. 192);
- (ix) Ainda que existisse o Derivativo de Balcão, conforme alegado pela Defesa, as operações cursadas na BM&FBOVESPA seriam artificiais. As operações de bolsa foram executadas com partes e resultados previamente definidos, o que já era considerado como irregular desde a edição da Deliberação CVM 14/83 (fl. 196);
- (x) As referências negócios diretos, a inserção das ofertas em horários coordenados, a preços de abertura, somado da diferença de tributação dos investidores, seriam elementos que corroboram a conclusão de que as operações foram realizadas com resultados previamente acordados, para o rateio dos benefícios econômicos decorrentes da operação objeto do processo (fl. 198);
- (xi) A comprovação da alteração do fluxo de ordens seria dispensável para a configuração de criação de condições artificiais de oferta, demanda e preço de valores mobiliários (fl. 199);
- (xii) Ainda que se considerasse essencial a comprovação da alteração do fluxo de ordens, os negócios objeto deste processo representaram 47% e 73% do volume negociado nos pregões de 30.4.2014 e 5.5.2014, respectivamente (fl. 199);





Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 17 de 21

- (xiii) A decisão trazida pela Defesa, PAS CVM SP2013/12, trataria de situação fática diversa, de sorte que não se aplicaria ao presente caso. De acordo com o Parecer Jurídico, “No presente caso, as partes realizaram uma operação simulada, com resultado previamente acertado, popularmente conhecida como vai-e-vem. No precedente trazido pela Defesa, não houve essa situação. 61. Na decisão trazida pela Defesa, o investidor [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.” (fl. 203);
- (xiv) “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].” (fl. 203);
- (xv) “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] 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.” (fl. 203)



Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 18 de 21

- (xvi) “Ademais, naquele caso, não houve benefício econômico direto advindo da operação de bolsa. 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.” (fl. 204);
- (xvii) O dolo da Corretora estaria demonstrado porque o propósito do [REDACTED] seria realizar operações em bolsa com resultado previamente acordado (fl. 204);
- (xviii) As referências a “play de JCP”, “aí a gente vai ter que diretar, né”, diriam respeito às operações em bolsa. Assim, Carlos pretendia executar negócio em bolsa com resultado previamente acordado, do que decorreria seu dolo (fls. 206/207);
- (xix) A atuação coordenada de Felipe com Carlos, para a execução das operações de bolsa, demonstraria a contribuição direta de Felipe para a criação de condições artificiais de oferta, demanda e preço de valores mobiliários (fl. 209).

## 5. DA MANIFESTAÇÃO DA DEFESA QUANTO AO PARECER

34. Em 27.7.2016, os Defendentes apresentaram manifestação ao Parecer Jurídico, reiterando as alegações de Defesa e alegando, adicionalmente, o que segue:

- (i) O Morgan Stanley não poderia ser acusado de ter se beneficiado do “play de JCP” porque não “figurou como doador de ELET6 ou manteve tal papel em carteira no momento do recebimento do JCP” (fl. 226);
- (ii) A alíquota tributária que incidiria sobre o Morgan Stanley, em termos consolidados, sobre a receita de JCP, seria idêntica à alíquota tributária incidente sobre o ganho de capital na operação de bolsa (fl. 226);



Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 19 de 21

- (iii) As operações objeto do processo foram executadas no mercado à vista e o Morgan Stanley não teria como definir seu resultado previamente (fl. 228);
- (iv) “uma vez reconhecida a existência do Derivativo de Balcão, torna-se imperioso concluir que, na prática, o ‘ganho’ obtido no mercado à vista, com a venda e compra de ELET6 em 30/04/2014 e 05/05/2014 respectivamente, fora compensado por perda em valor equivalente no Derivativo de Balcão” (fl. 228);
- (v) As compras e vendas realizadas em bolsa representariam tão somente o fazimento e desfazimento de hedge do Derivativo de Balcão negociado com seu cliente no exterior (fl. 231);
- (vi) A referência ao play de JCP indicaria que um cliente do [REDACTED] estaria buscando uma vantagem fiscal, mas que o Morgan Stanley não teria realizado “um trade fiscal” (fl. 237);
- (vii) A referência a “swap” diria respeito somente ao contrato de swap contratado no exterior (fl. 237);
- (viii) As referências a 70/30 diriam respeito ao percentual de rateio do imposto de renda, caso as ações fossem tomadas em aluguel de um cliente do [REDACTED]. O Morgan Stanley não teria tomado em aluguel as ações do cliente do [REDACTED] (fl. 238);
- (ix) “Não há pré-acordo de resultado explícito ou implícito neste diálogo. O Sr. [REDACTED] informa que irá comprar a quantidade de ações referenciadas no swap em bolsa, visto que é sabido que o [REDACTED] deveria realizar o hedge do swap por meio da venda de tais ações em bolsa. E assim fariam uma operação direta em bolsa. O ‘zero a zero’ também não pode ser interpretado como acordo prévio de resultado de operação ‘vai e vem’. Esta expressão apenas indica que o custo com o empréstimo de ELET6 (taxa de remuneração + repasse de JCP) seria espelhado integralmente no Derivativo de Balcão. (...) O procedimento de leilão permite a interferência na ponta compradora e vendedora do leilão.” (fl. 239);

Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 20 de 21

- (x) As referências a 89% e 90%, feitos por [REDACTED], na conversa com Carlos, diriam respeito ao custo do hedge do Derivativo de Balcão, que seria pago pelo [REDACTED] (fls. 240 e 242);
- (xi) A expressão “net zero aí do JCP” demonstraria que o custo do hedge do Derivativo de Balcão seria suportado pelo [REDACTED] (fl. 241);
- (xii) O diálogo em que as partes acordam que a quantidade de ações negociadas seria de 4,5 milhões deixaria claro que “o Morgan Stanley durante todo o tempo apenas busca atender uma demanda de seu cliente” (fl. 243);
- (xiii) A conversa entre [REDACTED] e Carlos, no pregão de 5.5.2014, comprovariam que não havia acordo prévio sobre o vai e volta da operação (fl. 244);
- (xiv) A vedação à criação de condições artificiais teria como propósito a vedação de “condutas geradoras de ilusão de liquidez”. Assim, a existência de fundamentação econômica afastaria a irregularidade das operações (fl. 245);
- (xv) A decisão do PAS CVM SP2013/12 se aplicaria ao presente caso ainda que não se trate de situação idêntica. A conclusão da decisão da CVM, de que a existência de fundamento econômico afastaria a existência de artificialidade da operação, deveria ser aproveitada ao presente caso (fl. 248);
- (xvi) Os Defendentes alegam que como os investidores se utilizaram de mecanismos adequados para realizar as operações de bolsa e como atuaram dentro das regras de mercado (fl. 248);
- (xvii) As operações de bolsa foram realizadas por procedimento de leilão, respeitando-se as regras desse procedimento, garantindo que as ofertas de compra e venda concorressem enquanto o leilão estivesse em vigor (fl. 249);
- (xviii) O Morgan Stanley não teria como controlar o preço de encerramento da operação de bolsa ou quando o Derivativo de Balcão seria encerrado (fl. 250);



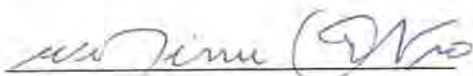
Processo Administrativo Ordinário nº 19/2015  
Morgan Stanley CTVM S.A., Carlos Frederico Sobral Elias e Felipe Balaban  
Julgamento Turma – Relatório – Fls. 21 de 21

- (xix) O [REDACTED] teria se manifestado pela existência do Derivativo de Balcão nos autos de Processo [REDACTED], que tramitam perante a CVM, em 12.7.2016 (fl. 252);
- (xx) Para os Defendentes, não teria havido conluio ou concurso de pessoas para a configuração da irregularidade. Isso porque, “o [REDACTED] entrou em contato com o Morgan Stanley para obter uma cotação e o Morgan Stanley prestou os serviços necessários para a realização de uma operação de swap no exterior” (fl. 253);
- (xxi) O Morgan Stanley somente teria tomado conhecimento dos motivos que levaram ao encerramento do Derivativo de Balcão após a manifestação do Sr. [REDACTED] para a CVM (fl. 254);

35. Os Defendentes anexaram à manifestação (1) extrato interno do cliente Banco [REDACTED] (fl. 258); (2) 2002 Master Agreement – International Swaps and Derivatives Association, Inc., datado de 10.7.2009, celebrado entre [REDACTED] [REDACTED] (fls. 259/297); (3) manifestação do [REDACTED], perante a CVM, no âmbito do processo [REDACTED] (fls. 299/311); (4) relatório interno a respeito do resultado alegado, do Morgan Stanley, no Derivativo de Balcão e nos negócios de bolsa (fls. 313/318); (5) Parecer Jurídico de Roberto Quiroga Mosquera (fls. 320/369); Parecer Jurídico de Luciana Dias (fls. 371/392).

36. Os Defendentes não apresentaram proposta de Termo de Compromisso.

É o relatório.  
São Paulo, 18 de agosto de 2016.



Wladimir Castelo Branco Castro  
Conselheiro-Relator