



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO
PROCESSO CVM 19957.011708/2017-71

SUMÁRIO

PROPONENTES:

Morgan Stanley Administradora de Carteiras S.A. (“Morgan Stanley Administradora de Carteiras” ou “Gestora”), **Banco Morgan Stanley S.A.** (“Banco Morgan Stanley”), **Morgan Stanley Participações Ltda.** (“Morgan Stanley Participações”) e **Morgan Stanley Uruguay Ltda.** (“Morgan Stanley Uruguay”).

IRREGULARIDADE DETECTADA:

Morgan Stanley Administradora de Carteiras, na qualidade de prestadora de serviços de gestão das carteiras dos investidores Caieiras Fundo de Investimento Multimercado – Investimento no Exterior (“Caieiras FIM IE”), Formula XVI Fundo de Investimento Multimercado Crédito Privado – Investimento no Exterior (“Formula XVI FIM CP IE”) e Morgan Stanley Uruguay;

Banco Morgan Stanley, na qualidade de cotista exclusivo do Caieiras FIM IE;

Morgan Stanley Participações, na qualidade de cotista exclusivo do Formula XVI FIM CP IE; e

Morgan Stanley Uruguay, na qualidade de investidor não residente,

por infração ao inciso I da Instrução CVM nº 8/79^[1], em decorrência da prática de manipulação de preços, nos termos descritos no inciso II, “b”^[2], dessa Instrução, em razão da realização de operações com ações ON de emissão da OGX Petróleo e Gás Participações S.A. (“OGX”) nos pregões de 30.08.2013 e 2.09.2013, com reflexos positivos nas posições detidas nos mercados futuros de Ibovespa.

PROPOSTA:

Pagamento total de **R\$ 3.740.966,00** (três milhões, setecentos e quarenta mil, novecentos e sessenta e seis reais), sendo **Morgan Stanley Administradora de Carteiras** responsável individualmente por **R\$ 2.493.977,00** (dois milhões, quatrocentos e noventa e três mil, novecentos e setenta e sete reais) e **Banco Morgan Stanley, Morgan Stanley Participações e Morgan Stanley Uruguay** responsáveis, individualmente, por **R\$ 415.663,00** (quatrocentos e quinze mil, seiscentos e sessenta e três reais) cada um, totalizando **R\$ 1.246.989,00** (um milhão, duzentos e quarenta e seis mil, novecentos e oitenta e nove reais). Todos os valores deverão ser corrigidos pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA a partir de 02.09.2013 até seu efetivo pagamento.

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

PROCESSO CVM 19957.011708/2017-71

1. Trata-se de proposta de Termo de Compromisso apresentada por **Morgan Stanley Administradora de Carteiras, Banco Morgan Stanley, Morgan Stanley Participações e Morgan Stanley Uruguay**, antes do recebimento de intimações para apresentação de defesas referentes ao Termo de Acusação nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM 19957.011708/2017-71, instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários - SMI ("Área Técnica").

DA ORIGEM

2. O Termo de Acusação originou-se do Processo CVM nº 19957.002481/2015-10, instaurado com o objetivo de avaliar as operações incluídas no PAD BSM nº 2/2015 ("PAD BSM"), aberto em 02.06.2015, na BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados - BSM, para apurar as responsabilidades da corretora M.S. CTVM, de diretor seu e de dois de seus operadores, em irregularidades ligadas à realização de operações com ações ON de emissão da OGX (código OGXP3) em nome dos comitentes Caieiras FIM IE^[3], Formula XVI FIM CP IE^[4] e **Morgan Stanley Uruguay**, em conjunto "grupo Morgan Stanley", todos eles com carteiras de investimentos geridas por **Morgan Stanley Administradora de Carteiras**, nos pregões de 30.08.2013 e 02.09.2013, nos mercados administrados pela BM&FBovespa^[5].

3. Em 06.01.2017, com o objetivo de encerrar o processo, M.S. CTVM, o seu diretor e os dois operadores celebraram Termos de Compromisso com a BSM, nos quais se comprometeram a pagar àquela o valor total de R\$ 5.000.000,00. Em razão desse fato, a SMI entendeu não haver elementos que justificassem providências adicionais por parte da CVM em face dos quatro regulados.

DOS FATOS E DA ANÁLISE DA ÁREA TÉCNICA

4. De acordo com a SMI, os comitentes citados no item 2 acima faziam parte do mesmo grupo empresarial e operavam por conta e ordem da carteira proprietária do grupo Morgan Stanley.

5. Conforme a Área Técnica, as operações objeto do Termo de Acusação envolveram negócios de compra e de venda de ações OGXP3 realizados no *call* de fechamento de 30.08.2013 e no pregão regular de 02.09.2013, e ocorreram no contexto do rebalanceamento da carteira teórica do Ibovespa, ou seja, no momento em que a cesta de ações que compunha o Ibovespa estava sendo atualizada.

6. No *call* de fechamento de 30.08.2013, os investidores Caieiras FIM IE, Formula XVI FIM CP IE e **Morgan Stanley Uruguay**, atuando conjuntamente por decisão da **Morgan Stanley Administradora de Carteiras**, realizaram a venda e a compra de ações OGXP3 (venda líquida de 181.226.200 ações).

7. Na sessão de negociação seguinte, em 02.09.2013, os mesmos investidores adquiriram e venderam ações OGXP3 (compras líquidas de 99.274.707 ações) ao longo de todo o pregão, com uma participação de 15,9% sobre o total das compras do mercado.

8. De acordo com a Área Técnica, as operações com OGXP3 faziam parte de uma estratégia de arbitragem denominada *cash and carry*, no montante nominal de aproximadamente R\$ 2 bilhões, que vinha sendo carregada por veículos de investimento do grupo Morgan Stanley no Brasil.

9. Conforme a SMI, a estratégia se resumia em manter uma posição comprada de contratos futuros de Ibovespa (IND) associada a uma posição vendida em ações na composição da carteira teórica do Ibovespa. A posição vendida em ações era mantida, na maior parte das vezes, por meio de contratos de empréstimo em cada uma das ações que compunha o Ibovespa, nas respectivas proporções.

10. Conforme a Área Técnica, era público, em 29.08.2013, que as ações OGXP3 passariam a ter, a partir de 02.09.2013, um peso aproximado de 4,263% na nova carteira teórica do Ibovespa, sendo que naquela data sua participação era de 0,921%. Portanto, de acordo com a SMI, tratava-se de um ajuste bastante relevante.

11. Dessa forma, e ainda segundo a SMI, o rebalanceamento do Ibovespa obrigaria o grupo Morgan Stanley a efetuar o ajuste da carteira vendida em ações, de forma a manter neutra sua estratégia.

12. A SMI afirmou que, dias antes do início do pregão de 30.08, o grupo Morgan Stanley já tinha informações públicas suficientes para prever a grande dificuldade de manter a totalidade de sua estratégia *cash and carry* sem que seus veículos de investimentos assumissem uma posição direcional comprada em OGXP3.

13. Contudo, a despeito de todos os sinais recebidos e da recente deterioração dos preços das ações OGXP3 no mercado, o grupo Morgan Stanley decidiu manter intacta a estratégia *cash and carry* e efetuar o rebalanceamento da carteira.

14. Os ajustes feitos nas quantidades de ações que compunham a carteira à vista vendida de Ibovespa pelo grupo Morgan Stanley ocorreram sem sobressaltos no *call* de fechamento de 30.08, exceto no caso das ações OGXP3.

15. De acordo com a Área Técnica, a necessidade de vendas de quantidades relevantes de papéis OGXP3 causou uma desvalorização de 41,17% nos preços dessas ações no *call* de fechamento de 30.08. A participação das vendas do grupo Morgan Stanley nesse período do *call* foi de 31,20% em relação ao total do mercado, e envolveu mais de 14% das ações do *free float* da OGXP3.

16. Segundo a Área Técnica, no *call* de fechamento de 30.08.2013, o grupo Morgan Stanley atuou vendendo ações OGXP3 como um *price maker*, pois as ofertas inseridas pela **Gestora** durante o *call*, em grande quantidade de ações e a preço de abertura – PAB, influenciaram diretamente a formação do preço teórico das ações OGXP3 e participaram decisivamente na desvalorização dos preços das ações.

17. Adicionalmente, grande parte das ações vendidas nessa data não foi entregue na data de liquidação, sendo que, conforme entendimento da SMI, a atuação do grupo Morgan Stanley pode ser caracterizada como um *naked short selling* realizado de forma intencional.

18. No pregão seguinte, em 02.09.2013, o grupo Morgan Stanley reduziu em pouco mais de 37% sua posição na estratégia *cash and carry*, recomprando a carteira à vista de ações na proporção do Ibovespa e simultaneamente vendendo contratos futuros IND. Entre os papéis que foram objeto de compra estavam as ações OGXP3, nesse momento já ajustadas a uma participação de 4,259% no Ibovespa.

19. Além disso, diante da falha de entrega das ações vendidas em 30.08, a **Gestora** também teve que ir ao mercado para reduzir os impactos do *naked short selling*. Como consequência, no pregão de 02.09, o grupo Morgan Stanley novamente se destacou, dessa vez como o maior comprador das ações OGXP3, responsável por 15,80% do total do mercado, sendo decisivo na valorização de 33,33% nos preços das ações naquela data.

20. Conforme apuração feita pela Bolsa, tendo em vista o rebalanceamento do Ibovespa, entre os pregões de 30.08 e 02.09.2013, a influência das oscilações dos preços das ações OGXP3, em 30.08, no Ibovespa, foi de -322,27 pontos e de +709,97 pontos, em 02.09. A maior parte dessa variação líquida de +387,70 pontos no Ibovespa à vista foi transferida para o Ibovespa futuro (IND), favorecendo os investidores com posições compradas.

21. De acordo com a SMI, o grupo Morgan Stanley estava posicionado na ponta compradora nos mercados futuros de IND, num total de 40.760 contratos da série INDV13, e se beneficiou diretamente dos impactos causados pela influência de OGXP3 no processo de rebalanceamento do Ibovespa, sendo favorecido com o recebimento de ajustes diários das posições no contrato futuro.

22. Como resultado disso, a SMI apurou que o **grupo Morgan Stanley obteve um ganho bruto de R\$ 6,638 milhões** como o somatório do lucro com o ajuste das posições compradas em IND e do prejuízo com os negócios das ações OGXP3 no *call* de 30.08 e no pregão de 02.09.2013.

23. De acordo com a Área Técnica, o que o arbitrador na estratégia *cash and carry* tenta fazer é 'capturar' os efeitos de eventuais ineficiências de mercado. Essa atuação, quando observadas as regras de mercado, é inclusive positiva, pois corrige distorções na formação dos preços entre os diversos ativos.

24. Contudo, de acordo com a SMI, a decisão de manter em aberto uma estratégia com o pleno conhecimento de que não poderia cumprir com as obrigações de entrega das ações OGXP3 vendidas, e justificar apenas que buscava manter intacta uma estratégia *cash and carry*, cujo tamanho da posição era superior ao que o mercado brasileiro comportava, não deve ser aceitável. A utilização da estratégia *cash and carry*, por qualquer investidor, é legítima, não havendo ilicitude na estratégia em si. Porém o investidor não pode utilizar uma estratégia, ou alegar legitimamente que se utilizou de uma estratégia, para manipular o preço de ativos negociados no mercado de valores mobiliários.

25. Conforme a SMI, tal atuação trouxe efeitos significativos e prejudiciais à integridade do mercado e ao regular funcionamento do sistema de formação de preços das ações OGXP3 e, ainda, permitiu ao grupo Morgan Stanley se beneficiar financeiramente em razão de sua posição comprada em futuros de IND. A **Gestora** tinha a clara consciência de que a alteração nas cotações de OGXP3 traria ganhos como resultado provável de sua ação, e não se deteve diante do risco causado ao mercado.

26. O inciso I da Instrução CVM nº 08/79 estabelece que é vedada aos participantes do mercado de valores mobiliários a prática de manipulação de preço, cabendo destacar que a letra "b" do inciso II dessa Instrução define

manipulação de preços no mercado de valores mobiliários como a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda.

27. De acordo com o voto condutor do julgamento do PAS CVM TA RJ-2013-5194[6], *nos casos de manipulação de preços são utilizadas manobras artificiais para elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário com a finalidade de induzir terceiros a adquirir papéis sobrevalorizados ou alienar papéis subvalorizados. **Caracteriza-se a manipulação de preços se restar comprovado que a elevação dos preços de determinada ação não resultou das forças normais de mercado, mas da atuação de certos investidores*** (grifo SMI).

28. De acordo com a Área Técnica, a prática adotada pelo grupo Morgan Stanley preencheu todos os requisitos listados no mencionado voto para a configuração da prática de manipulação de preços, quais sejam:

- a. utilização de processo ou artifício: houve a inserção de ofertas de venda no *call* de fechamento de 30.08.2013 de ações OGXP3 em quantidades muito superiores àquelas que o gestor tinha condições de entregar, em função das condições vigentes no mercado, e que eram de prévio conhecimento daquele. Da mesma forma, em 02.09.2013 a **Gestora** atuou de forma intensa para adquirir, além das ações que havia vendido e que não conseguiria entregar no pregão anterior, um volume substancial de ações OGXP3 em razão da redução tardia do tamanho de sua estratégia *cash and carry*.
- b. destinados a promover cotações enganosas, artificiais: a pressão vendedora em 30.08 pretendeu teoricamente ajustar uma posição combinada de uma carteira de ações vendida e uma posição comprada a futuro da carteira, mas causou uma queda excessiva nos preços das ações OGXP3 e trouxe ganhos substanciais na posição no mercado futuro. Em verdade, a estratégia foi implementada justamente porque havia uma distorção nas cotações do Ibovespa à vista e futuro, causada pelas incertezas com a emissora OGX;
- c. induzindo terceiros a negociar valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas: o artifício utilizado pela **Gestora** induziu terceiros a negociar as ações OGXP3 com base numa pressão vendedora causada no pregão de 30.08, e com base numa pressão compradora no pregão de 02.09.2013; e
- d. presença do dolo, ainda que eventual, de alterar as cotações e induzir terceiros a negociar com base nessas cotações falsas: as características das ofertas inseridas em 30.08 deixaram clara a intenção do gestor de vender uma quantidade acima da disponível no ativo para viabilizar ajuste na estratégia que havia implementado, sendo que em 02.09 a alteração da cotação foi resultado da necessidade de cobrir as posições vendidas a descoberto no pregão anterior.

29. Portanto, a SMI concluiu que a **Morgan Stanley Administradora de Carteiras**, atuando discricionariamente em nome dos comitentes Caieiras FIM IE, Formula XVI FIM CP IE e **Morgan Stanley Uruguay**, foi responsável pelo descumprimento do inciso I da Instrução CVM nº 8/79, em razão prática de manipulação de preços, nos termos definidos no inciso II, “b”, dessa Instrução.

30. Em sua manifestação, o grupo Morgan Stanley afirmou, entre outras

coisas, que, em 30.08.2013, “[...] as ofertas de venda de OGXP3 foram colocadas ao preço de abertura no call de fechamento **não tinham o objetivo de manipular o preço da ação**. O que o Morgan Stanley desejava era vender as ações em razão de sua exposição comprada em contratos futuros dentro de sua estratégia de arbitragem *cash and carry*. Nesse contexto, a mera alteração no preço de um ativo em função da atuação de um participante não basta para caracterizar a manipulação de preços, **sobretudo quando tal atuação está vinculada a uma estratégia dotada de fundamentação econômica verificável** [...]” (grifos no original).

31. A SMI afirmou que, ainda que os fatos fossem analisados como o Morgan Stanley propôs, no sentido de que não houve manipulação intencional, mas apenas uma fiel perseguição da estratégia *cash and carry*, haveria infração ao inciso I da Instrução CVM nº 8/79, considerando o conceito constante do inciso II, “b”, pois o grupo Morgan Stanley tinha consciência de que sua atuação poderia causar, como de fato ocorreu, a queda no preço das ações OGXP3 no pregão de 30.8.2013 e a elevação da cotação do ativo no pregão seguinte.

32. Assim, a Área Técnica, considerando que:

- a. a **Morgan Stanley Administradora de Carteiras** tinha o poder discricionário para decidir sobre as estratégias de investimentos dos clientes Caieiras FIM IE, Formula XVI FIM CP IE e Morgan Stanley Uruguay, e que efetivamente utilizou esse poder para a tomada de decisões nos pregões de 30.08 e 02.09.2013;
- b. a estratégia *cash and carry*, gerida e implementada pela **Gestora**, utilizou indistintamente as carteiras de investimentos do Caieiras FIM IE, Formula XVI FIM CP IE e do Morgan Stanley Uruguay, cujos cotistas exclusivos representavam a carteira proprietária do grupo Morgan Stanley;
- c. os gestores responsáveis na Morgan Stanley tinham experiência de mercado e eram experientes *traders*;
- d. o valor nocional da estratégia *cash and carry* em curso, em 30.08.2013, era relevante, e envolvia o montante de pouco mais de R\$ 2 bilhões;
- e. para os efeitos de manter a neutralidade da estratégia *cash and carry*, no nível de preços de R\$ 0,30, o grupo Morgan Stanley precisaria ter vendido um total de 227 milhões de ações OGXP3 no *call* de fechamento do pregão de 30.08, equivalente a 17,14% das ações em circulação;
- f. das pouco mais de 180 milhões de ações vendidas em 30.08, a **Gestora** não conseguiu efetuar a entrega de mais de 118 milhões de ações, por não as possuir em carteira nem as ter obtido por empréstimo, caracterizando sua atuação como *naked short selling*;
- g. a **Gestora** foi ao mercado em 02.09.2013 e recomprou 93,7 milhões de ações OGXP3, com participação em 15% do mercado, sendo um dos principais responsáveis pela valorização de 33,33% nos preços das ações naquele pregão;
- h. antes mesmo do pregão de 30.08, o grupo Morgan Stanley já havia ultrapassado o limite de 3% na posição individual do mercado de empréstimo de ações OGXP3, sendo que sua posição na data era de 4,78%, e que, após 02.09, essas posições foram ainda mais elevadas, atingindo o percentual máximo de 7,82% em 09.09.2013;
- i. o grupo Morgan Stanley tinha total ciência de que: (i) não havia ofertas para

novos contratos de empréstimo de ações OGXP3 em 30.08; (ii) a situação da emissora OGX era crítica; e (iii) as ações OGXP3 deixariam de fazer parte do MSCI Brazil a partir de 30.08; e

- j. o grupo Morgan Stanley tinha totais condições de reduzir sua posição na estratégia *cash and carry* antes da data de rebalanceamento da carteira do Ibovespa em 30.08.2013,

concluiu que os comitentes Caieiras FIM IE, Formula XVI FIM CP IE e **Morgan Stanley Uruguay**, por ação da **Gestora**, atuaram no mercado, nos pregões de 30.08 e 02.09.2013, manipulando os preços das ações OGXP3 e, com esse movimento, o grupo Morgan Stanley auferiu resultados positivos nos mercados futuros de IND, em descumprimento ao inciso I da Instrução CVM nº 8/79, em decorrência da prática de manipulação do preço, nos termos descritos no inciso II, “b”, dessa Instrução.

DA RESPONSABILIZAÇÃO

33. Diante do exposto, a SMI propôs a responsabilização de:

- a. **Morgan Stanley Administradora de Carteiras**, na qualidade de prestadora de serviços de gestão das carteiras dos investidores Caieiras FIM IE, Formula XVI FIM CP IE e Morgan Stanley Uruguay;
- b. **Banco Morgan Stanley**, na qualidade de cotista exclusivo do Caieiras FIM IE;
- c. **Morgan Stanley Participações**, na qualidade de cotista exclusivo do Formula XVI FIM CP IE; e
- d. **Morgan Stanley Uruguay**, na qualidade de investidor não residente,

por infração ao inciso I da Instrução CVM nº 8/79, em decorrência da prática de manipulação de preços, nos termos descritos no inciso II, “b”, dessa Instrução, em razão da realização de operações com ações ON de emissão da OGX nos pregões de 30.08.2013 e 02.09.2013, com reflexos positivos nas posições detidas nos mercados futuros de Ibovespa.

DA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

34. **Morgan Stanley Administradora de Carteiras, Banco Morgan Stanley, Morgan Stanley Participações e Morgan Stanley Uruguay** apresentaram proposta conjunta de celebração de Termo de Compromisso antes da intimação para apresentação de defesa, na qual propuseram pagar à CVM o valor total de **R\$ 1.000.000,00** (um milhão de reais), atualizado pelo IPCA, a partir de 02.09.2013 até seu efetivo pagamento.

35. Os Proponentes afirmaram que o valor proposto considerou que, no Termo de Compromisso celebrado no âmbito do PAD BSM, o Morgan Stanley já havia desembolsado o valor de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais).

36. No entendimento dos Proponentes, o valor já desembolsado no PAD BSM deveria ser levado em consideração na apreciação do valor proposto porque os fatos objeto desse Processo coincidem, exatamente, com os fatos objeto do PAD BSM, do que resulta que os Proponentes já teriam arcado com obrigação pecuniária relacionada à realização das operações com OGXP3 nos dias 30.08.2013 e 02.09.2013.

DA MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA - PFE

37. Em razão do disposto no art. 7º, §5º, da Deliberação CVM nº 390/01, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE/CVM apreciou os aspectos legais da proposta de Termo de Compromisso, à luz do disposto no art. 11, §5º, incisos I e II, da Lei 6.385/76, tendo concluído pela impossibilidade legal de celebração de Termo de Compromisso em razão da inadequação da proposta apresentada no que concerne ao quantum indenizatório^[7].

38. Em relação ao requisito previsto no inciso I, a PFE registrou o entendimento da CVM no sentido de que *“sempre que as irregularidades imputadas tiverem ocorrido em momento anterior e não se tratar de ilícito de natureza continuada, ou não houver nos autos quaisquer indicativos de continuidade das práticas apontadas como irregulares, considerar-se-á cumprido o requisito legal, na exata medida em que não é possível cessar o que já não existe”*.

39. A PFE afirmou que, *“considerando-se que as apurações efetuadas abrangem um período de tempo específico (...), não se atesta a presença de indícios de continuidade infracional, exclusivamente com base nas informações constantes no PAS, a impedir a celebração dos termos propostos”*.

40. No que concerne ao inciso II, a PFE observou que, com relação à indenização de prejuízos, *“como regra geral, não cabe à PFE-CVM analisar a suficiência dos valores apresentados na proposta, salvo quando manifestamente desproporcionais às irregularidades apontadas, com evidente prejuízo às finalidades preventiva e educativa que devem ser observadas na resposta regulatória para a prática de infrações, seja ela consensual ou imperativa”*.

41. A PFE afirmou que, *“em vista da vantagem econômica obtida, conforme apontado no Termo de Acusação [8], a indenização a ser fixada deve ser, no mínimo, superior ao montante total auferido pelo proponente, sob pena de ferimento aos princípios da moralidade e da legalidade. Dessa forma, não se pode admitir que os acusados realizem lucro, mediante a adoção de práticas considerados ilícitas por este Agente Regulador (as quais, inclusive, podem ser tipificadas criminalmente), de sorte a que o descumprimento da lei se torne vantajoso economicamente”*.

42. No que se refere ao termo de compromisso firmado no âmbito do PAD BSM, a PFE afirmou que a atuação sancionadora da CVM, a qual originou o Termo de Acusação relativo à presente proposta, deu-se em face de pessoas jurídicas distintas, não cabendo *“falar em bis in idem no pagamento de indenização relativamente à proposta apresentada a justificar eventual compensação de valores já pagos no âmbito do PAD BSM”*.

43. Finalmente, a PFE pontuou a necessidade de que fosse discriminado o valor a ser pago por cada um dos acusados, para fins de individualização da proposta.

DA NEGOCIAÇÃO DA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

44. O Comitê de Termo de Compromisso (“Comitê”), em reunião realizada em 07.03.2019, considerando (i) o disposto no art. 9º da Deliberação CVM nº 390/01; (ii) o fato de a autarquia já ter celebrado Termos de Compromisso em casos de violação do inciso I da Instrução CVM nº 8/79, nos termos definidos no inciso II, “b”, da mesma Instrução, como, por exemplo, no

PAS 19957.005504/2017-00 (“spoofing”), objeto de deliberação do Colegiado em 25.09.2018; e (iii) o histórico dos Proponentes no âmbito da CVM^[9], entendeu ser o caso concreto analisado vocacionado à celebração de ajuste.

45. Assim, consoante faculta o §4º do art. 8º da Deliberação CVM nº 390/01, o Comitê, considerando, em especial, a gravidade em tese dos fatos em tela, bem como que o caso concreto está abrangido pela regra geral de vedação à manipulação de preços, decidiu^[10] negociar as condições da proposta de Termo de Compromisso apresentada, sugerindo sua modificação para a assunção de obrigação pecuniária no valor de três vezes o resultado bruto obtido pelo grupo Morgan Stanley, valor este considerado apropriado e proporcional pelo Comitê, conforme abaixo:

- a. **Morgan Stanley Administradora de Carteiras:** assunção de obrigação pecuniária no valor de **R\$ 13.276.966,52** (treze milhões, duzentos e setenta e seis mil, novecentos e sessenta e seis reais e cinquenta e dois centavos)^[11], atualizados pelo IPCA, a partir de 02.09.2013, até a data de seu efetivo pagamento, em parcela única, em benefício do mercado de valores mobiliários, por intermédio de seu órgão regulador, ao qual incumbe, dentre outros objetivos, assegurar o funcionamento eficiente e regular desse mercado (art. 4º da Lei nº 6.385/76); e
- b. **Banco Morgan Stanley, Morgan Stanley Participações e Morgan Stanley Uruguay:** assunção de obrigação pecuniária no valor de **R\$ 2.212.828,09** (dois milhões, duzentos e doze mil, oitocentos e vinte e oito reais e nove centavos), cada um, totalizando o valor de **R\$ 6.638.484,27** (seis milhões, seiscentos e trinta e oito mil, quatrocentos e oitenta e quatro reais e vinte e sete centavos)^[12], atualizados pelo IPCA, a partir de 02.09.2013, até a data de seu efetivo pagamento, em parcela única, em benefício do mercado de valores mobiliários, por intermédio de seu órgão regulador.

DA REUNIÃO COM OS PROPONENTES

46. Em 02.04.2019, foi realizada reunião entre os membros do Comitê e o representante dos Proponentes^[13], na qual também compareceram diretores do grupo Morgan Stanley.

47. Primeiramente, o representante dos Proponentes afirmou que, mesmo discordando da interpretação da Área Técnica, estes decidiram apresentar proposta de Termo de Compromisso e ainda antes de qualquer intimação para defesa, no qual, no entanto e considerando a afirmada complexidade do caso, a definição dos valores seria difícil.

48. Em seguida, os diretores do Morgan Stanley discutiram sobre a estratégia utilizada (“Cash and Carry”) nas operações objeto de investigação pela SMI, enfatizando que se tratava de estratégia de arbitragem, utilizada há mais de cinco anos, não havendo interesse do Morgan Stanley em se expor a um risco direcional.

49. Os diretores afirmaram, ainda, que não houve intenção de manipular o mercado e discutiram, ainda, sobre as razões que motivaram a execução da operação, adentrando, inclusive, em questões de mérito da acusação, o que não compete ao CTC avaliar no âmbito de suas atribuições, eis que a análise do órgão,

como foi então lembrado, deve ser pautada pela realidade fática manifestada no Termo de Acusação, não competindo examinar argumentos próprios de eventual defesa, na medida em que o seu igualmente eventual acolhimento somente pode se dar em julgamento do caso pelo Colegiado da CVM.

50. O Comitê salientou que, em que pese a apresentação da proposta de Termo de Compromisso ter ocorrido ainda em fase pré-sancionadora, o Termo de Acusação já estava pronto e acessível aos Proponentes, se assim o desejassem.

51. Os diretores do grupo Morgan Stanley ponderaram sobre a adoção do múltiplo adotado pelo Comitê, no valor de 3 (três) vezes o ganho obtido, o qual seria o “múltiplo máximo para a penalidade dentro do ambiente da CVM”, considerando: (i) o dolo eventual; (ii) que o Morgan Stanley seria “réu primário”; e (iii) a fase “inicial” em que se encontra o processo.

52. O Comitê pontuou que a apresentação de proposta antes da acusação tem relevância, inclusive, no âmbito da avaliação sobre se o caso é vocacionado ou não à celebração de ajuste. Entretanto, tal já teria ocorrido e positivamente, não obstante o momento em que o processo se encontrava, com o Termo de Acusação já finalizado.

53. Os diretores do Morgan Stanley também questionaram o cálculo do ganho obtido pelos Proponentes, efetuado pela Área Técnica.

54. Em resposta, o Comitê ratificou o cálculo feito pela SMI, constante do Termo de Acusação, e afirmou que, caso os Proponentes desejassem, poderiam, posteriormente, enviar documentação para análise do Comitê, contendo memória de cálculo do ganho de acordo com o seu entendimento.

55. Finalmente, o Comitê estipulou prazo, até 25.04.2019, para que os Proponentes enviassem nova proposta de Termo de Compromisso.

DA NOVA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

56. Em 25.04.2019, os Proponentes apresentaram, por meio de seus representantes, nova proposta de Termo de Compromisso, com a assunção de obrigação pecuniária de pagamento à CVM de 2 (duas) vezes o resultado bruto de R\$ 1.870.483,00, supostamente auferido pelo Morgan Stanley, conforme calculado em sua proposta, totalizando **R\$ 3.740.966,00** (três milhões, setecentos e quarenta mil, novecentos e sessenta e seis reais), a ser rateado pelos Proponentes na mesma proporção sugerida pelo Comitê:

- a. R\$ 2.493.977,00 (dois milhões, quatrocentos e noventa e três mil, novecentos e setenta e sete reais) pela **Morgan Stanley Administradora de Carteiras**; e
- b. R\$ 415.663,00 (quatrocentos e quinze mil, seiscentos e sessenta e três reais), individualmente, pelo **Banco Morgan Stanley**, pela **Morgan Stanley Participações** e pelo **Morgan Stanley Uruguay**, totalizando o valor de **R\$ 1.246.989,00** (um milhão, duzentos e quarenta e seis mil, novecentos e oitenta e nove reais).

57. De acordo com os Proponentes: (i) todos os valores propostos seriam atualizados pelo IPCA, a partir de 02.09.2013 até a data de seu efetivo pagamento; e (ii) o valor de R\$ 1.870.483,00 foi obtido por meio da utilização de metodologia diferente da utilizada pela SMI, já que, em seu entendimento, “a discussão sobre a metodologia de cálculo do suposto resultado auferido pelo Morgan Stanley é uma

questão central para este termo de compromisso, na medida em que a metodologia adotada pela SMI deixou de levar em consideração alguns aspectos relevantes”.

58. Segundo os Proponentes:

- a. “para fins de apuração do resultado do Morgan Stanley, é necessário avaliar o resultado da **integralidade** de ambas as posições durante os pregões de 30/08/2013 e de 02/09/2013, até porque uma ‘ponta’ não existiria sem a outra”;
- b. “a metodologia adotada pela SMI, diferentemente do proposto acima, (i) considerou o resultado de **parte da posição** do Morgan Stanley no mercado **à vista**, e da **totalidade da posição** do Morgan Stanley no **mercado futuro**; (ii) além de ter desconsiderado o movimento de redução de posição do Morgan Stanley no Ibovespa futuro, realizado no dia 02/09/2013;
- c. “assim, a metodologia da SMI peca por não guardar simetria na apuração dos resultados no mercado à vista e no mercado futuro. E, por consequência, desconsidera três aspectos de suma importância no cálculo desses resultados, (...)”.

59. Em 26.04.2019, a Área Técnica se manifestou, discordando da nova premissa e da metodologia de cálculo apresentada pelos Proponentes. A SMI afirmou que “o valor base para a aceitação ou não de um termo de compromisso em razão do TA SMI apresentado em face dos participantes MORGAN STANLEY ADMINISTRADORA DE CARTEIRAS S.A., BANCO MORGAN STANLEY S.A., MORGAN STANLEY PARTICIPAÇÕES LTDA. e MORGAN STANLEY URUGUAY LTDA., é o do **lucro bruto de R\$ 6.638.483,26**, e não o **lucro de R\$ 1.870.483,00**, como alega a defesa, pois se baseia em premissas diferentes da acusação. Se isso fosse feito ocorreria uma avaliação preliminar da defesa dos acusados”.

DA NOVA DELIBERAÇÃO DO COMITÊ E DA MANIFESTAÇÃO DOS PROPONENTES

60. Em reunião realizada em 30.04.2019, o Comitê deliberou^[14] pela manutenção de sua contraproposta original (enviada aos Proponentes em 15.03.2019, conforme descrita no item 45 acima), concedendo prazo até 13.05.2019 para que apresentassem suas considerações e, conforme o caso, aditassem sua proposta.

61. Em 13.05.2019, os Proponentes enviaram nova manifestação, na qual afirmaram que o pagamento de duas vezes o resultado bruto de R\$ 1.870.483,00, totalizando R\$ 3.740.966,00, atualizado pelo IPCA, a partir de 02.09.2013 até a data de seu efetivo pagamento, mostrava-se mais adequado do que aquele sugerido pelo Comitê. Diante disso, os Proponentes reiteraram os termos de sua proposta apresentada em 25.04.2019, descrita nos itens 56 e 57 acima.

62. Os Proponentes afirmaram que tinham plena convicção na correção da conta por eles apresentada e que a adoção de um múltiplo de três vezes o valor apontado pela acusação mostrava-se excessiva, “*não apenas pela primariedade dos Proponentes, mas também pela própria natureza da acusação, e porque o Morgan Stanley atuou e atua no mercado sempre de forma transparente, correta, e visando o seu bom funcionamento, inclusive trabalhando junto à Bolsa e aos reguladores para melhoria do mercado de capitais*”.

63. De acordo com os Proponentes, o resultado bruto de R\$ 1.870.483,00 foi calculado adotando as premissas da SMI, mas buscando corrigir certos aspectos daquela metodologia. Destacaram, ainda, que *“o Morgan Stanley segue convicto de que não auferiu qualquer benefício com as operações realizadas (nem mesmo de R\$ 1.870.483), e que, na realidade, quando considerados todos os papéis que à época dos fatos compunham o Ibovespa, o Morgan Stanley realizou um prejuízo da ordem de R\$ 13 milhões de reais”*.

DA DELIBERAÇÃO FINAL DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

64. O art. 9º da Deliberação CVM nº 390/01 estabelece, além da oportunidade e da conveniência, outros critérios a serem considerados quando da apreciação de propostas de termo de compromisso, tais como a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto.

65. Nesse tocante, há que se esclarecer que a análise do Comitê é pautada pelas grandes circunstâncias que cercam o caso, não lhe competindo apreciar o mérito e os argumentos próprios de defesa, sob pena de convolar-se o instituto de Termo de Compromisso em verdadeiro julgamento antecipado. Em linha com orientação do Colegiado, as propostas de termo de compromisso devem contemplar obrigação que venha a surtir importante e visível efeito paradigmático junto aos participantes do mercado de valores mobiliários, desestimulando a prática de condutas assemelhadas.

66. No contexto acima, o Comitê entende que o caso em tela é vocacionado para o encerramento por meio de Termo de Compromisso, tendo em vista: (i) o disposto no art. 9º da Deliberação CVM nº 390/01, (ii) o fato de a autarquia já ter celebrado Termos de Compromisso em casos de violação do inciso I da Instrução CVM nº 8/79, nos termos definidos no inciso II, “b”, da mesma Instrução, como, por exemplo, no PAS 19957.005504/2017-00 (decisão do Colegiado de 25.09.2018) e (iii) o histórico dos Proponentes no âmbito da CVM^[15].

67. Não obstante, mesmo após os esforços empreendidos com a fundamentada abertura de negociação junto aos Proponentes, à luz, em especial, da gravidade em tese dos fatos em tela e da norma regulamentar em tese violada, os Proponentes não acolheram os termos da contraproposta apresentada pelo Comitê (vide item 45 acima), tendo o órgão entendido então que a aceitação da proposta apresentada por **Morgan Stanley Administradora de Carteiras S.A., Banco Morgan Stanley S.A., Morgan Stanley Participações Ltda. e Morgan Stanley Uruguay Ltda.** não se afigura conveniente e oportuna.

DA CONCLUSÃO

68. Em face do acima exposto, o Comitê, em deliberação ocorrida em 21.05.2019^[16], decidiu propor ao Colegiado da CVM a **REJEIÇÃO** da proposta de Termo de Compromisso apresentada por **Morgan Stanley Administradora de Carteiras S.A., Banco Morgan Stanley S.A., Morgan Stanley Participações Ltda. e Morgan Stanley Uruguay Ltda.**

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

[2] b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda.

[3] Fundo local cujo único cotista era o **Banco Morgan Stanley**, gerido por **Morgan Stanley Administradora de Carteiras**.

[4] Fundo local cujo único cotista era o investidor **Morgan Stanley Participações** (atual denominação social de Morgan Stanley do Brasil Participações e Serviços Ltda.), também gerido por **Morgan Stanley Administradora de Carteiras**.

[5] Atual B3 S.A.

[6] Apresentado em sessão de julgamento realizada em 19.12.2014 e acompanhado por unanimidade.

[7] Parecer nº 00003/2019/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, e despachos nº 00027/2019/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e nº 00100/2019/PFE - CVM/PFE-CVM/PGF/AGU.

[8] No caso em análise, a Área Técnica concluiu que, como resultado das operações irregulares praticadas, *“apurou-se que o grupo Morgan Stanley obteve um ganho bruto de R\$ 6,638 milhões (...)”*.

[9] O **Morgan Stanley Administradora de Carteiras** também consta como acusado no seguinte Processo Administrativo Sancionador – PAS instaurado pela CVM: **TA/RJ2016/06203**: infração ao art. 14, inciso II, da Instrução CVM nº 306/99. Situação: Com a PFE para análise de legalidade de nova proposta de Termo de Compromisso. Os demais Proponentes não constam como acusados em outros PAS instaurados pela CVM.

[10] Decisão tomada pelos membros titulares da SFI, SNC, SPS, GEA-3 (SEP) e pelo SGE Substituto.

[11] Equivalente a **duas vezes** o resultado bruto obtido pelo grupo Morgan Stanley, conforme o que consta do Termo de Acusação.

[12] Equivalente a **uma vez** o resultado bruto obtido pelo grupo Morgan Stanley, conforme o que consta do Termo de Acusação.

[13] Participaram da reunião os membros titulares da SGE, SEP, SFI, SNC, SPS e GMA-1 (SMI), o representante dos Proponentes, Otavio Yazbek, e os diretores do Morgan Stanley, Eduardo José Mendes e João Vicente S. Camarota.

[14] Decisão tomada pelos titulares da SGE, SEP, SFI, SNC e SPS.

[15] O **Morgan Stanley Administradora de Carteiras** também consta como acusado no seguinte Processo Administrativo Sancionador – PAS instaurado pela CVM: **TA/RJ2016/06203**: infração ao art. 14, inciso II, da Instrução CVM nº 306/99. Situação: Com a PFE para análise de legalidade de nova proposta de Termo de Compromisso. Os demais proponentes não constam como acusados em outros PAS instaurados pela CVM.

[16] Decisão tomada pelos titulares da SGE, SEP, SFI, SNC e SPS.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo dos Santos Mulé, Superintendente em exercício**, em 18/07/2019, às 14:57, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Paulo Roberto Gonçalves Ferreira, Superintendente em exercício**, em 18/07/2019, às 15:10, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Guilherme de Paula Aguiar, Superintendente**, em 18/07/2019, às 15:40, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Jorge Alexandre Casara, Superintendente em exercício**, em 18/07/2019, às 17:31, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 18/07/2019, às 17:47, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0802166** e o código CRC **AAFB2256**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0802166** and the "Código CRC" **AAFB2256**.*