



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI Nº 19957.011708/2017-71**

**Proponentes:** Morgan Stanley Administradora de Carteiras S.A., Banco Morgan Stanley S.A., Morgan Stanley Participações Ltda. e Morgan Stanley Uruguay Ltda.

**Assunto:** Proposta de Termo de Compromisso

**Diretor:** Henrique Machado

**RELATÓRIO**

**I. DA ORIGEM E DA ACUSAÇÃO**

1. Conforme descrito no Parecer do Comitê de Termo de Compromisso (“Parecer CTC”), trata-se de proposta de termo de compromisso (“Proposta”)<sup>1</sup> apresentada, por Morgan Stanley Administradora de Carteiras, Banco Morgan Stanley, Morgan Stanley Participações e Morgan Stanley Uruguay (em conjunto, “Proponentes”), em 17 de dezembro de 2018, antes do recebimento de intimações para apresentação de defesas referentes ao Termo de Acusação<sup>2</sup> nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM 19957.011708/2017-71, instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI (“Área Técnica” ou “SMI”).

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”)<sup>3</sup>, aberto em 02.06.2015, na BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, para apurar as responsabilidades da corretora M.S. CTVM, de seu diretor e dois operadores, em irregularidades ligadas à realização de operações com ações ON de emissão da OGX (código OGXP3) em nome dos comitentes Caieiras FIM IE, Formula XVI FIM CP IE e Morgan Stanley Uruguay, 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 (atualmente “B3”).

3. Em 06.01.2017, com o objetivo de encerrar o processo, M.S. CTVM, seu diretor e os dois operadores celebraram Termos de Compromisso com a BSM, nos quais se comprometeram a pagar o valor total de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais). Em razão desse fato, a SMI

<sup>1</sup> Doc. SEI nº 0661351.

<sup>2</sup> Doc. SEI nº 0634952.

<sup>3</sup> Doc. SEI nº 0411357.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

entendeu não haver elementos que justificassem providências adicionais por parte da CVM em face desses quatro supervisionados.

4. Entretanto, de acordo com a SMI, tais supervisionados faziam parte do mesmo grupo empresarial e operavam por conta e ordem da carteira proprietária do grupo Morgan Stanley, de forma que restaria à Área Técnica apurar a responsabilidade dos Proponentes pelas irregularidades relacionadas às operações tratadas no PAD BSM. Em seu entendimento, a prática adotada pelo grupo preencheria todos os requisitos 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.

5. Concluiu a Área Técnica que, como resultado das operações irregulares praticadas, 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.

6. Assim, a SMI propôs a responsabilização de 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; 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





COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

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.

## II. DA PROPOSTA ORIGINAL

7. Os Proponentes 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. 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).

8. 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.

9. Em exame dessa proposta, o Parecer 03/2019/GJU-2/PGF/AGU<sup>4</sup>, de 28 de janeiro de 2019, concluiu pela impossibilidade legal de celebração do termo de compromisso, pois o valor oferecido seria inferior ao montante total da vantagem econômica obtida pelos proponentes (R\$ 6,638 milhões).

10. O Comitê de Termo de Compromisso (“Comitê” ou “CTC”), 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, entendeu que o presente caso seria vocacionado à celebração de ajuste.

11. Assim, consoante facultava o §4º do art. 8º da então vigente 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 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:

<sup>4</sup> Aprovado pelo Procurador-Chefe em 05 de fevereiro de 2019.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

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), 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), 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.

12. 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).

13. No contexto acima, o Comitê entendeu 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.

14. Não obstante, como os Proponentes não acolheram os termos da contraproposta apresentada, o Comitê concluiu 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 afiguraria conveniente e oportuna.





**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**III. DO PEDIDO DE VISTA E DA PROPOSTA COMPLEMENTAR**

15. Em 30 de julho de 2019, o parecer do Comitê foi submetido à apreciação deste Colegiado, oportunidade na qual pedi vista para análise mais detida da matéria. Já naquela assentada, o Presidente Marcelo Barbosa fez registrar pontos relevantes do presente caso, que o distinguem de outros da mesma espécie e mereceriam avaliação mais detida. Transcrevo excerto da ata daquela reunião:

Após o início da discussão pelo Colegiado, o Presidente Marcelo Barbosa fez considerações sobre a complexidade do caso. Em primeiro lugar, referiu-se às questões a ele inerentes, como os parâmetros a serem utilizados para a determinação do valor da obrigação pecuniária a ser assumida pelos Proponentes e a possibilidade de aproveitamento, na fixação desta obrigação, de valores pagos em termo de compromisso celebrado com a BSM Supervisão de Mercados – BSM relacionado aos mesmos fatos objeto do presente processo.

Além disso, mencionou que, em função dos desdobramentos verificados durante a negociação do termo compromisso – notadamente, a intimação dos Proponentes para a apresentação de suas defesas antes de encerrada a negociação do termo de compromisso – aumentou-se o grau de complexidade do caso. Com efeito, passam a coexistir dois procedimentos administrativos que, a rigor, compartilham o mesmo objeto e influenciam um ao outro, demandando, injustificadamente, maiores esforços por parte desta Autarquia. Como consequência, cria-se o risco de a negociação do termo de compromisso pré-sancionador, instrumento de grande importância para a CVM, ser percebida como um caminho menos interessante para os particulares, diante da possibilidade de, ainda antes de sua conclusão – seja por atingimento de acordo, seja por fracasso na negociação – ser realizada a intimação do proponente para apresentar sua defesa.

O Presidente Marcelo Barbosa destacou, ainda, que a intimação do acusado após o esgotamento da via do termo de compromisso não restringe, de forma alguma, a liberdade acusatória da área técnica, uma vez que ela terá ampla autonomia para acusar o supervisionado se, não arquivado o processo referente ao termo de compromisso, concluir pela existência de indícios de autoria e materialidade de eventual irregularidade dos fatos apurados. No entanto, a seu ver, durante a negociação de boa-fé (por exemplo, não meramente procrastinatória ou motivada por outra razão ilegítima) de uma proposta de termo de compromisso como esta, é mais adequado respeitar o curso normal das negociações e interações com o Comitê de Termo de Compromisso, dando a segurança ao regulado de que sua proposta será analisada antes da eventual instauração de processo administrativo sancionador.

16. De fato, os pontos discutidos pelo Colegiado naquela reunião merecem especial atenção não só para a resolução do caso concreto mas também para orientação em casos semelhantes. Assim, no curso do pedido de vista, procurei analisar a) a adequação da metodologia de cálculo do benefício auferido pelos Proponentes, tanto na visão da acusação quanto dos próprios



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

acusados; b) o momento processual da apresentação da proposta de termo de compromisso; e c) a possibilidade de aproveitamento dos valores pagos à BSM para a resolução consensual de processo administrativo acerca dos mesmos fatos objetos do presente processo.

17. Nesse mister, reuni-me por diversas vezes com a Área Técnica e com os Proponentes em 15.08.2019 e 30.09.2019, o que resultou em proposta complementar (“Proposta Complementar”)<sup>5</sup> de termo de compromisso apresentada pelos Proponentes em 14.10.2019. Em resumo, foi proposto a assunção de obrigação pecuniária de pagamento à CVM de 2 (duas) vezes o resultado de R\$ 6.638.483,26, atualizado pelo IPCA de 02.09.2013 até a data de seu efetivo pagamento, descontando-se desse resultado o valor já pago à BSM, de R\$ 5.000.000,00, atualizado pelo IPCA de 19.01.2017 até a data de seu efetivo pagamento. Esses valores seriam rateados da seguinte forma:

- a. 2/3 para o Banco Morgan Stanley, já que a maior parte da posição na estratégia *cash and carry* era mantida pelo Caieiras Fundo de Investimento Multimercado – Investimento no Exterior, fundo do qual o Banco Morgan Stanley é o único cotista;
- b. 1/9 para a Morgan Stanley Administradora de Carteiras S.A., que atuava como gestora dos veículos do grupo Morgan Stanley e não auferiu nenhum benefício com a realização das operações, sendo remunerada apenas pela prestação dos serviços de gestão de carteira;
- c. 1/9 para a Morgan Stanley Participações; e
- d. 1/9 para o Morgan Stanley Uruguay.

18. Em exame da Proposta Complementar, o Parecer 0173/2019/GJU-2/PGF/AGU<sup>6</sup>, de 21 de novembro de 2019, concluiu pela inexistência de óbice jurídico à celebração do termo de compromisso. Asseverou, entretanto, não ser viável o desconto do valor já pago à BSM, tendo em vista que o acordo perante aquela entidade foi celebrado com supervisionados diversos.

19. É o relatório.

VOTO

20. Conforme consta do relatório, após o trâmite do processo no âmbito desta CVM, os Proponentes apresentaram Proposta Complementar de termo de compromisso por meio da qual propõem a assunção de obrigação pecuniária de pagamento à CVM de 2 (duas) vezes o resultado de R\$ 6.638.483,26, atualizado pelo IPCA de 02.09.2013 até a data de seu efetivo pagamento, descontando-se desse resultado o valor já pago à BSM, de R\$ 5.000.000,00, atualizado pelo IPCA

<sup>5</sup> Doc. SEI nº 0859392.

<sup>6</sup> Aprovado pelo Procurado-Chefe substituto em 29 de novembro de 2019.





COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

de 19.01.2017 até a data de seu efetivo pagamento. Esses valores seriam rateados na forma do item 17, supra.

21. Pelas razões que passo a expor, entendo conveniente e oportuna a aceitação da proposta.

**I. DA METODOLOGIA DE CÁLCULO DO BENEFÍCIO AUFERIDO**

22. Nos termos do art. 11<sup>7</sup>, §1º, da Lei nº 6.385/76, a dosimetria da penalidade de multa pecuniária pode adotar critérios bastante diferentes dependendo das características do ilícito praticado. Observando os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, a multa poderá ser fixada em valor absoluto, não referenciado, de até R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais) ou com base no (a) valor da emissão ou da operação irregular; (b) prejuízo causado aos investidores; e (c) montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito.

23. A fixação de multas em valor absoluto, não referenciado, é a alternativa mais frequentemente adotada no julgamento de processos sancionadores desta comissão, destacadamente em razão da dificuldade ou impossibilidade de se calcular, com suficiente segurança, os parâmetros que sustentam os demais critérios de fixação da sanção pecuniária. Esta opção, entretanto, não pode ser exercida sem a devida fundamentação, razão pela qual o Colegiado cuida, há muito, de apontar as circunstâncias do caso concreto que instruem a dosimetria da multa pecuniária em valor absoluto e, por oportunidade da edição da Instrução CVM nº 607, de 2019, tratou de consignar seus critérios em norma geral e abstrata, à luz da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017.

24. As demais alternativas de cálculo do valor da penalidade pecuniária são claramente preferidas pelo Colegiado, consoante ampla jurisprudência<sup>8</sup>, sempre que é possível estimar adequadamente os seus parâmetros. Com efeito, ao se adotar um parâmetro objetivo, seja o valor da emissão, seja o prejuízo aos investidores, seja o montante da vantagem econômica obtida pelo infrator, a função retributiva da penalidade é mais facilmente perceptível ao infrator e à sociedade. Além de melhor compreendida, a multa fixada com base em tais parâmetros objetivos mostra-se mais diretamente relacionada à reprovabilidade da conduta e às especificidades do caso concreto.

25. Por sua vez, na negociação e avaliação das propostas de termo de compromisso, nos termos do art. 11, §5º, da Lei nº 6.385/76, é cediço<sup>9</sup> o entendimento de que eventual obrigação assumida pelo proponente deve ser suficiente para desestimular a prática de infrações semelhantes, pelo próprio acusado ou por outros agentes do mercado, independentemente de assunção de culpa.

<sup>7</sup> Com redação dada pela Lei nº 13.506/17.

<sup>8</sup> Nesse sentido, PAS CVM SEI nº 19957.005977/2019-18, julgado em 13.03.2018, PAS CVM nº 01/2014, julgado em 19.06.2017, e PAS CVM nº RJ2014/3616, julgado em 13.11.2018.

<sup>9</sup> Nesse sentido, as propostas de termo de compromisso aceitas nos PAS CVM SEI nº 19957.003057/2019-16, em 16.10.2019, PAS CVM SEI nº 19957.008003/2018-58, em 16.10.2019, PAS CVM SEI nº 19957.011609/2017-90, em 09.07.2019 entre outros.





COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Assim sendo, os critérios para negociação e avaliação das obrigações pecuniárias contidas nas propostas de termo de compromisso não poderiam afastar-se totalmente daqueles que instruem a dosimetria da penalidade que viria a ser aplicada em tese a acusados da prática dos ilícitos. Ou seja, considerando que as penalidades a serem aplicadas no processo administrativo sancionador e a pactuação do termo de compromisso, neste particular, tem objetivos semelhantes, é natural que os valores das obrigações pecuniárias advindas de cada qual tendam a ser também semelhantes.

26. No caso em exame, os proponentes são acusados de 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, hipótese na qual é possível, em tese, a adoção do parâmetro do montante da vantagem econômica obtida, seja na aplicação da penalidade seja na pactuação do termo de compromisso, desde que o benefício auferido tenha sido suficientemente estimado<sup>10</sup>. No caso dos autos, entretanto, o tema é bastante controvertido.

#### I.1 A OPERAÇÃO

27. A discussão envolve uma operação *cash and carry*, consistindo na compra de contratos futuros de Índice Ibovespa (IBOV) e na venda da carteira do mesmo Índice, com cada ativo sendo negociado conforme sua quantidade teórica, a fim de garantir que a estratégia seja direcionalmente neutra.

28. No instante inicial, os acusados detinham (a) uma posição comprada de 40.760 contratos futuros de IBOV e (b) uma posição vendida de 62.550.783 ações da OGX (no Termo de Acusação, a SMI considera o valor de 61.792.599 ações, saldo de empréstimo dos acusados no BTC).

29. Entre 30.08.2013 e 02.09.2013, as ações da OGX tiveram aumento de sua participação teórica no Índice de 0,921% (terceiro quadrimestre de 2013) para 4,263% (quarto quadrimestre de 2013). A SMI apontou que seria possível calcular a nova quantidade de ações da OGX para manter a estratégia de *cash and carry* neutra em função do (a) valor de fechamento do IBOV em 30.08.2013; (b) preço de fechamento de OGX no pregão de 30.08.2013; (c) quantidade teórica de OGX na composição do IBOV no terceiro quadrimestre daquele ano; e (d) peso de OGX na composição do IBOV no terceiro e no quarto quadrimestres de 2013 (§ 107 do Termo de Acusação).

30. A partir da observação destas variáveis durante o leilão de fechamento, seria possível calcular que, para um valor de fechamento de R\$ 0,30, seria necessário ter uma posição vendida

---

<sup>10</sup> Quando a acusação não consegue indicar suficientemente qual teria sido a efetiva vantagem supostamente auferida pelos acusados, reconhecendo a complexidade de se demonstrar numericamente a perda evitada ou vantagem auferida com a suposta prática irregular, a análise da proposta de termo de compromisso deverá se pautar pelas demais circunstâncias do caso concreto. Nesse sentido, a decisão de aprovação do termo de compromisso no PAS CVM SEI nº 19957.007841/2016-42, de 06.11.2019.





COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

de 289.667.849 ações de OGX a fim de manter neutra a estratégia de *cash and carry* (§ 115 do Termo de Acusação).

I.1.1 Pregão de 30.08.2013

31. Em 30.08.2013, as ações da OGX tiveram preço de abertura de R\$ 0,50 e preço de fechamento de R\$ 0,30. No leilão de fechamento, os acusados venderam 181.226.200 ações de OGX (saldo líquido de negociação, § 26 do Termo de Acusação). Considerando que os acusados detinham, inicialmente, 62.550.783 ações de OGX, a fim de atingir a quantidade de 289.667.849 ações para manter a neutralidade da estratégia, deveriam ter vendido 227.117.066 ações. Logo, venderam a menos 45.890.866 ações, ficando direcionalmente expostos na compra.

32. Neste momento, os acusados tinham, assim (a) uma posição comprada de 40.760 contratos futuros de IBOV; (b) uma posição vendida de 243.776.983 ações de OGX (181.226.200 vendidas em 30.08 + 62.550.783 do saldo inicial).

I.1.2 Pregão de 02.09.2013

33. Em 02.09.2013, as ações da OGX tiveram preço de abertura de R\$ 0,30 e preço de fechamento de R\$ 0,40. Durante esse pregão, os acusados compraram 99.274.707 ações de OGX (saldo líquido de negociação, conforme § 28 do Termo de Acusação) e venderam 15.155 contratos, reduzindo, assim, sua posição na estratégia de *cash and carry*.

34. A SMI apurou que, diante de tal redução na estratégia de *cash and carry*, se esta fosse neutra, seria necessário que os acusados recomprassem 107,70 milhões de ações da OGX. No entanto, como havia exposição direcional no sentido da compra em 46,6 milhões de ações, bastaria que fossem recompradas 61,10 milhões de ações da OGX a fim de manter a estratégia neutra.

35. Embora tenha afirmado que as compras líquidas de ações da OGX pelos acusados tenham sido de 99.274.707 ações (§ 28 do Termo de Acusação), a SMI utiliza o valor de 93,74 milhões de ações em parágrafos subsequentes (ex. § 180). Em proposta de Termo de Compromisso, a defesa aponta que o valor correto da quantidade casada é de 95.740.700 ações.

36. A SMI destaca que as compras efetivamente realizadas foram 53,4% maiores do que o necessário para rebalancear a carteira e manter a estratégia neutra.

37. Neste segundo momento, ao final do pregão de 02.09.2013, os acusados detinham: (a) posição comprada de 25.605 contratos futuros de IBOV (40.760 – 15.155 vendidos em 02.09) e (b) posição vendida de 148.036.283 ações de OGX (243.776.983 – 95.740.700 recomprados em 02.09).

I.2 CÁLCULO DA SUPOSTA VANTAGEM INDEVIDA PELA SMI

38. Para apurar a vantagem indevida obtida com a suposta manipulação de preços, a SMI considerou dois resultados: (a) o resultado positivo proveniente do produto da quantidade de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

contratos pela distorção causada pela suposta manipulação, em pontos, na posição comprada em contratos futuros de IBOV deduzido das (b) perdas sofridas em decorrência da negociação de 93,4 mil ações de OGX (vendidas em 30.08 e recompradas em 02.09, chamada de “quantidade casada”).

39. Na primeira parcela, foram considerados os 40.760 contratos da posição inicial da estratégia.

40. A SMI isolou a influência das ações da OGX, em pontos, nos dois pregões em questão. A forte desvalorização das ações em 30.08 teve impacto de -322,27 pontos. Por seu turno, a forte valorização das ações em 02.09 teve impacto de 709,97 pontos – o que é compreensível, dado que o peso de OGX no IBOV aumentou para 4,263%. Assim, a suposta manipulação teria resultado em uma distorção de -387,70 no IBOV, a qual teria sido transmitida – segundo uma correlação de 0,9826 – para os contratos futuros de IBOV em 380,95 pontos (para a série INDFV13). Deste modo, o resultado no mercado futuro teria sido de R\$ 15.527.685,86.

41. Na segunda parcela, referente ao mercado à vista, a SMI considerou a quantidade casada de 93.740.700 e os preços médios das vendas em 30.08 e compras em 02.09, do que se teria um resultado de R\$ -8.889.202,60.

42. Da composição entre o resultado no mercado futuro e no mercado à vista, a SMI chegou ao montante de R\$ 6.638.483,26.

### I.3 CÁLCULO DA SUPOSTA VANTAGEM INDEVIDA PELA DEFESA

43. A defesa, além de apresentar valores ligeiramente diferentes para os dois resultados já indicados, aponta que a SMI deixou de considerar três resultados: (a) a variação da posição em ações da OGX montada inicialmente (62.550.783 ações); (b) a variação da posição vendida a mais do que a quantidade casada em 30.08 (84.779.300 ações, diferença entre 181.226.200 vendidos em 30.08 e 95.740.700 comprados em 02.09); e (c) os ajustes pagos no mercado futuro pela venda dos 15.155 contratos em 02.09.

44. Nesse ponto, a defesa destacou inicialmente os ajustes pagos no mercado futuro. A SMI considerou que os acusados teriam se beneficiado da totalidade do impacto da variação de OGX entre as duas datas em questão, para 40.760 contratos. No entanto, em 02.09 ocorreu a redução da posição com a venda de 15.155 contratos e destas operações, conforme aponta a defesa, decorreram perdas de R\$ -3.118.868,76, considerando-se o impacto exclusivo da variação das ações da OGX.

45. Em segundo lugar, de fato, em 02.09 os acusados detinham posição vendida em as ações da OGX que incluíam aquelas vendidas a mais em 30.08 (“quantidade descasada”). Sua desvalorização – a defesa considera venda a R\$ 0,30, fechamento de 30.08, contra compra a R\$ 0,40, fechamento de 02.09 – resulta em perdas de R\$ -8.477.930,00.

46. Em terceiro lugar, de acordo com a defesa, não foi considerada a quantidade de ações de OGX vendida inicialmente, antes da atuação dos acusados no leilão de fechamento de 30.08





COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

(62.550.783 ações). Para apurar o resultado, a defesa considerou venda a R\$ 0,50 (abertura de 30.08) e compra a R\$ 0,40 (fechamento de 02.09), resultando em lucro de R\$ 6.255.078,30.

47. Por fim, com respeito aos dois resultados considerados pela SMI, o resultado no mercado à vista apresentado pelos acusados (R\$ -8.930.418 versus R\$ -8.889.203 da SMI) difere da acusação, pois considerou que a quantidade casada seria de 95.740.700 ações. O resultado no mercado futuro (R\$ 16.142.621 versus R\$ 15.527.686) difere porque os acusados utilizaram metodologia adotada pela BSM, da qual decorreu um impacto de OGX no IBOV de -306,92 pontos contra -322,27 pontos, calculado pela SMI.

48. Desse modo, a defesa afirma que, mesmo se tivesse havido a manipulação de preços e ainda que fossem utilizadas premissas da SMI, o resultado total do benefício auferido seria de R\$ 1.870.483,00 em contraposição aos R\$ 6.638.483,26 apresentados no Termo de Acusação.

#### I.4 DIFERENÇAS COM RELAÇÃO AO CÁLCULO DA BSM

49. No termo de acusação do PAD BSM 02/2015 (§ 22 e § 67 e ss.), o benefício passível de ser obtido com a manipulação considera a totalidade da posição dos acusados no mercado futuro de IBOV, 52.400 contratos, quando, como a própria SMI apontou, apenas 40.760 estavam envolvidos na posição de *cash and carry* e a diferença envolvia posições de hedge de outros clientes e de carteira própria. Diante, disso foi apurado lucro no mercado futuro de R\$ 20.278.800,00.

50. No mercado à vista, a BSM apurou prejuízo de R\$ 9.843.131,30 considerando como “quantidade casada” (menor valor entre o número de ações vendidas em 30.08 e compradas em 02.09) o valor de 104.290.993 ações de OGX (§ 75), o que levou a um resultado consolidado de R\$ 10.435.668,70. Além desse montante, a BSM ainda considera o resultado no mercado de opções de venda entre 09.08.2013 e 16.09.2013, que teria totalizado R\$ 5.916.918,00.

51. No § 208 do Termo de Acusação, a Área Técnica deixou explícitas estas diferenças.

208. As diferenças entre a avaliação da SMI e da BSM envolveram a utilização:
- 208.1. apenas do total de 40.760 contratos INDV13 envolvidos na estratégia *cash and carry*, em contraposição ao total de 52.450 contratos do Caieiras, pelo fato de essas demais posições com contratos derivativos fazerem parte de inúmeras outras estratégias de proteção e hedge das carteiras de clientes e do próprio grupo, nas quais os ganhos havidos nos mercados futuros possivelmente foram compensados por prejuízos havidos em posições opostas;
  - 208.2. apenas dos totais de negócios com ações OGXP3 fornecidos pela própria Gestora MS e efetivamente envolvidos na estratégia *cash and carry* nos pregões de 30.08 e 2.09; e
  - 208.3. do fator de correlação intradiária entre as cotações do Ibovespa à vista e do contrato INDV13 para o ajuste da transferência dos impactos no rebalanceamento de OGXP3 na carteira teórica do IBOV.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

52. Ou seja, a SMI considerou uma “quantidade casada” menor, um coeficiente de correlação entre IBOV futuro e à vista distinto e uma quantidade menor de contratos futuros.

### I.5 CONSIDERAÇÕES

53. Numa análise sumária e nos limites do que julgo oportuno examinar no âmbito da discussão do termo de compromisso, sem prejuízo de maior aprofundamento por oportunidade de eventual julgamento do processo sancionador, é possível aventar que, se ocorreu manipulação com a venda de ações da OGX em 30.08 e não houve recompra de todo o saldo vendido naquela data, deve ser considerado o resultado proveniente da variação do preço das referidas ações no pregão seguinte para a quantidade descasada, vendida a maior, a qual não poderia ser ignorada.

54. Igualmente, se está sendo analisada a operação de *cash and carry* como um todo, a quantidade inicial vendida de ações da OGX também não poderia ser ignorada.

55. Além disso, para fins da metodologia não se poderia presumir que os acusados tenham capturado toda a distorção do IBOV em decorrência da variação dos pesos de OGX na carteira do Índice e das oscilações nos pregões indicados. Tal constatação se mostra mais contundente em razão da redução da posição comprada em 02.09, a qual importou em pagamento de ajustes diários.

56. Nada obstante, a par de toda controvérsia quanto ao exato valor do benefício auferido, o fato é que os Proponentes adotaram o valor estimado pela SMI no Termo de Acusação. Nos termos da Proposta Complementar, propuseram a assunção de obrigação pecuniária de pagamento à CVM de 2 (duas) vezes o resultado de R\$ 6.638.483,26, atualizado pelo IPCA de 02.09.2013 até a data de seu efetivo pagamento.

57. Vale dizer que a defesa, a toda evidência, não reconhece o acerto da metodologia adotada pela SMI, aliás, tampouco reconhece a própria procedência da acusação. Recebo a Proposta Complementar como um ato de efetiva busca por conciliação consensual visando a célere extinção do processo administrativo sancionador, não importando em confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada<sup>11</sup>.

### I.6 REALIDADE ACUSATÓRIA E REALIDADE PROCESSUAL

58. Importa registrar, ademais, que a apuração da vantagem econômica supostamente obtida (considerada em tese) em decorrência da conduta descrita como infracional pela acusação não é atividade estranha ao juízo de conveniência e oportunidade na celebração de termo de compromisso. A perquirição mais precisa desse montante é, a rigor, aconselhável sempre que compatível com a sumariedade do rito de análise e deliberação da proposta, sob pena de a negociação de seus termos se desconectarem da realidade processual e, conseqüentemente, dos próprios objetivos do instrumento legal.

<sup>11</sup> Art. 11, §6º, da Lei nº 6.385/76.





COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

59. A realidade acusatória é o retrato dos fatos e das circunstâncias que formaram a convicção da área técnica quanto à ocorrência do ilícito, a partir dos elementos obtidos na investigação, até o momento da formulação da peça acusatória. Na dinâmica do processo, diversos outros atos de instrução sucedem a peça acusatória e formam o conjunto sobre o qual deverá manifestar-se o Colegiado, seja em sede de termo de compromisso ou de julgamento.
60. Nesse contexto, é necessário ponderar, entretanto, as razões da sumariedade do rito de análise e deliberação das propostas de termo de compromisso. No âmbito do Comitê de Termo de Compromisso, tal sumariedade é em grande parte justificada pela ausência de atribuição normativa para examinar argumentos próprios do julgamento de mérito reservado ao Colegiado. No âmbito do próprio Colegiado, a sumariedade é uma autolimitação voltada a garantir os benefícios da celeridade processual e eficiência administrativa visadas pelo termo de compromisso. De fato, uma análise exauriente do Colegiado sobre as razões e as novas provas apresentadas pela defesa já em sede de termo de compromisso pode implicar em duplo esforço de julgamento, descartando as vantagens da extinção célere e consensual do processo.
61. Mais do que isso, uma análise exauriente do processo pelo Colegiado e a formação de um juízo definitivo de mérito sobre a causa em sede de termo de compromisso poderia levar a esdrúxula situação na qual o ajuste ou é celebrado com acusados que já se considera serem culpados ou é celebrado com acusados que já se reputa serem inocentes. No primeiro caso, enfraquecer-se-ia a ausência de presunção de culpa ínsita ao instrumento. No segundo, ter-se-ia verdadeiro enriquecimento sem causa da administração. Em qualquer dos casos, ressalvada as hipóteses em que a proposta contém efetiva e integral reparação de danos a investidores, melhor seria que o Colegiado desde logo realizasse o julgamento, aplicando a disciplina aos culpados e demonstrando a inocência dos absolvidos.
62. Na ponderação entre a realidade acusatória e a realidade processual, a conveniência e oportunidade na celebração do termo de compromisso deve ceder em benefício desta quando, no curso das negociações, a verossimilhança dos argumentos de defesa forem observáveis liminarmente, em especial na aferição da vantagem econômica efetivamente obtida em decorrência da conduta descrita como infracional pela acusação. Se houver nos autos a indicação precisa e clara do montante, não há razão para se utilizar outro parâmetro na negociação do termo de compromisso. Afinal, uma negociação racional e de boa-fé não pode desconsiderar parâmetros que ambas as partes reconheçam como pertinentes.
63. Da mesma forma, assim como ocorre no caso concreto, não se pode deixar de considerar os elementos da defesa que conseguem infirmar significativamente os cálculos apresentados na peça acusatória. Também aqui, se adotada a realidade acusatória de maneira acrítica, ter-se-ia uma negociação consabidamente despreendida da realidade processual.
64. Faço essa constatação sem descartar ou minimizar sob qualquer perspectiva a importância de as áreas técnicas tentarem quantificar e exporem na acusação aquela que teria sido a vantagem obtida ou a perda evitada. É essa mensuração prévia pela área técnica que





COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

ordinariamente permite a aplicação, por ocasião do julgamento, de penalidades proporcionais à gravidade do ilícito, conforme descrito anteriormente neste voto, e, nessa medida, robustece o *enforcement* no âmbito do mercado de capitais<sup>12</sup>.

65. Registro, por fim, que a desconsideração da realidade acusatória não é exatamente uma novidade no âmbito do Colegiado. Veja-se, por exemplo, que na apreciação de propostas de termo de compromisso apresentadas por operadores hoteleiros acusados de realizarem ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro (“CIC hoteleiro” ou “condo-hotel”), sem registro ou dispensa<sup>13</sup>, o Colegiado determinou que os acusados fossem informados de que a recém editada Instrução CVM nº 602, de 27 de agosto de 2018, afastava os operadores hoteleiros da condição de ofertantes<sup>14</sup> e, portanto, não poderiam mais ser acusados daquela infração. No momento da deliberação pelo Colegiado<sup>15</sup>, a realidade acusatória não mais persistia face à alteração normativa. Também aqui prevaleceu a realidade processual no momento da deliberação.

## II. DO MOMENTO PROCESSUAL DA APRESENTAÇÃO DA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

66. Conforme descrito no relatório e destacado pelo parecer do CTC, a proposta conjunta de celebração de termo de compromisso foi apresentada antes da intimação para apresentação de defesa e, portanto, antes da própria instauração do processo administrativo sancionador<sup>16</sup>. A fim de apontar de forma mais precisa o momento em que foi apresentada a proposta, trago abaixo a cronologia dos principais atos processuais praticados nestes autos no período relevante:

- 13.11.2018 – Versão inicial do termo de acusação (0634176);
- 13.11.2018 – Aprovação do termo de acusação pelo SMI e envio para análise da PFE;
- 17.12.2018 – Apresentação da proposta de termo de compromisso (0661351);
- 31.12.2018 – Despacho da SMI de envio do processo, ainda em fase investigatória, para análise da PFE sobre a proposta de termo de compromisso (0661364);
- 07.01.2019 – Conclusão da manifestação da PFE (0663251) sobre a versão inicial do termo de acusação (0634176);
- 05.02.2019 – Conclusão da manifestação da PFE sobre a proposta de termo de compromisso (0681209) e envio para o CTC;
- 21.03.2019 – Solicitação dos acusados de reunião com o CTC (0716654);

<sup>12</sup> Nesse sentido, PAS CVM SEI nº 19957.000714/2016-12, julgado em 29 de janeiro de 2019.

<sup>13</sup> Art. 19 da Lei nº 6.385/76 c/c art. 2º da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>14</sup> ICVM nº 602/18:

“Art. 2º Para os fins desta Instrução, considera-se:

I – ‘CIC hoteleiro’ o conjunto de instrumentos contratuais ofertados publicamente, que contenha promessa de remuneração vinculada à participação em resultado de empreendimento hoteleiro organizado por meio de condomínio edilício;

II – ‘ofertante’ a sociedade incorporadora ou qualquer outra pessoa que realize atos de distribuição pública de CIC hoteleiro; e (...)”

<sup>15</sup> Decisão na proposta de termo de compromisso no PAS SEI nº 19957.009719/201/-91, acessível em: [http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180918\\_R1/20180918\\_D1123.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180918_R1/20180918_D1123.html)

<sup>16</sup> Nos termos do art. 21, da Instrução CVM nº 607/19: “Art. 21. Considera-se instaurado o processo administrativo sancionador com a citação dos acusados para apresentação de defesa.”





COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

- 11.04.2019 – Formulação da versão final do Termo de Acusação (0733521);
- 11.04.2019 – Despacho de encaminhamento do processo para realização da citação (0734102);
- 03.05.2019 – Comunicado do CTC analisando a proposta (0752156);
- 08.05 e 17.05.2019 – Recebimento das citações pelos acusados (0760204 e 0770840);
- 07.06.2019 – Razões de defesa dos acusados (0774601);
- 18.07.2019 – Parecer do CTC.

67. Diante desse quadro, parece-me bastante evidente que a proposta de termo de compromisso foi apresentada na fase pré-sancionadora ou, como qualificado pelo despacho da SMI (0661351), em fase investigatória. Com efeito, no momento de sua propositura, o termo de acusação ainda carecia de análise jurídica pela PFE e poderia ser alterado, corrigido ou complementado. Mais do que isso, naquela oportunidade, a Área Técnica ainda poderia optar por realizar novas diligências investigativas a fim de subsidiar sua peça acusatória, caso entendesse necessário.

68. A constatação de que a proposta de termo de compromisso foi apresentada em fase pré-sancionadora tem repercussão direta na análise da conveniência e oportunidade de sua aceitação, isto porque um dos benefícios à administração pública com a extinção antecipada do procedimento sancionador, por meio do termo de compromisso, é a redução dos custos administrativos (recursos humanos e matérias) a serem dispendidos com a longa tramitação do processo. Assim sendo, em circunstâncias ordinárias<sup>17</sup>, a conveniência e oportunidade de aceitação do termo de compromisso tende a ser diretamente proporcional à antecedência com que a proposta é formulada.

69. Nesse sentido, é a jurisprudência administrativa do Colegiado da CVM na avaliação de propostas de termos de compromisso. De maneira geral, sem prejuízo das circunstâncias específicas de cada caso concreto<sup>18</sup>, a análise das decisões sobre a matéria, em especial nos casos de violação à Instrução CVM nº 08/78, indica a aceitação de propostas de termo de compromisso pré-sancionadores que oferecem a assunção de obrigação pecuniária equivalente a duas vezes o valor da vantagem auferida ou da perda evitada<sup>19</sup>. O múltiplo pode ser aumentado para até três vezes o valor da vantagem auferida ou da perda evitada após a instauração do processo

---

<sup>17</sup> A fim de evitar incentivos cruzados na utilização dos instrumentos Termo de Compromisso e Acordo em Processo de Supervisão, o art. 86, §2º, da Instrução CVM nº 607/19 determina que o Colegiado da CVM considerará a natureza e as circunstâncias da infração a fim de avaliar a conveniência na celebração do termo de compromisso face aos benefícios de eventual celebração de acordo administrativo de supervisão, quando a proposta for apresentada ainda em fase de apuração ou antes desta.

<sup>18</sup> Nos termos do art. 86, da Instrução CVM nº 607/19, são elementos da análise quanto à conveniência e oportunidade do termo de compromisso, a natureza e a gravidade das infrações, os antecedentes dos acusados, a colaboração de boa-fé e a efetiva possibilidade de punição.

<sup>19</sup> Nesse sentido, a decisão quanto à proposta de termo de compromisso no PAS CVM SEI nº 19957.04515/2018-45.





COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

sancionador<sup>20</sup>. Em outras oportunidades, a proposta sequer foi aceita em razão da proximidade do julgamento<sup>21</sup>.

70. Assim, no caso vertente, tratando-se de termo de compromisso na fase pré-sancionadora e à luz das circunstâncias do caso concreto, tenho como razoável, proporcional e adequado aos propósitos inerentes ao instrumento de solução consensual do processo sancionador, a fixação de obrigação pecuniária equivalente a duas vezes a vantagem econômica supostamente auferida pela infração. Ressalte-se, por oportuno, que o valor do benefício obtido é destacadamente controverso nos autos, conforme demonstrado na seção anterior, de forma que o valor da obrigação pecuniária constante da Proposta Complementar pode ser inclusive materialmente superior ao efetivo benefício obtido.

71. Por fim, importa registrar que, nos termos do art. 18 c/c art. 39 da Instrução CVM nº 607/19, os incidentes processuais não suspendem a fluência de prazo nem impedem a prática de atos processuais ou de procedimentos em curso ou subsequentes, seja na fase pré-sancionadora seja após a instauração de processo sancionador. O objetivo da regra é evitar o retardamento da marcha processual, seja pela apresentação de expedientes meramente procrastinatórios pelos acusados, seja pela própria inércia da administração, em observância aos princípios constitucionais da eficiência administrativa e da celeridade processual.

72. O dispositivo normativo, entretanto, deve ser sopesado com as demais regras da instrução a fim de que os objetivos pretendidos não sejam olvidados. É que, além de outros vícios decorrentes de nulidade, a prática de atos processuais após a instauração de um incidente processual pode resultar em dispêndio de recursos administrativos sem qualquer benefício para a instrução ou para a decisão final do processo sancionador, o que frontalmente desprezaria os supramencionados princípios constitucionais.

73. Nesse diapasão, o art. 31, §2º, da Instrução CVM nº 607/19, expressamente determina que a designação de Relator deve aguardar o resultado da apreciação do parecer do Comitê de Termo de Compromisso pelo Colegiado, quando todos os acusados apresentarem proposta. Assim, excetuando a regra geral da contínua marcha processual, esse dispositivo determina a suspensão, após a citação, da distribuição do processo a um dos membros do Colegiado para análise, instrução e inclusão em pauta de julgamento até que seja apreciada a proposta de termo de compromisso apresentada por todos os acusados. Tem-se, portanto, medida que evita a prática de novos atos processuais pelo Relator na pendência de um incidente processual que poderá resultar na extinção integral do processo.

74. Na mesma linha do mencionado dispositivo, deve ser o tratamento dispensado às propostas de termo de compromisso apresentadas por todos os acusados na fase pré-sancionadora.

<sup>20</sup> Nesse sentido, a decisão quanto à proposta de termo de compromisso no PAS CVM SEI nº 19957.000923/2017-47, em 08.08.2017.

<sup>21</sup> Nesse sentido, a rejeição da proposta de termo de compromisso no Processo Administrativo Sancionador CVM SEI nº 19957.007960/2016-03, apreciada pelo Colegiado em 15 de outubro de 2019.





COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

De fato, também nessa fase, há evidente risco de produção de novos atos processuais na pendência de incidente processual voltado à extinção integral do processo sancionador, o que recomenda a sua suspensão até que o termo de compromisso seja apreciado pelo Colegiado. Aliás, a promoção da citação dos acusados na pendência de termo de compromisso pré-sancionador pode inclusive desincentivar a oferta de propostas na fase de instrução, porquanto aquela não teria o condão de evitar a instauração do processo.

75. Registre-se, entretanto, que a suspensão do processo deve ser apreciada em cada caso concreto evitando-se prestigiar propostas meramente procrastinatórias, o perecimento de provas, o transcurso de prazo prescricional, entre outros riscos ao processo.

### III. A POSSIBILIDADE DE APROVEITAMENTO DOS VALORES PAGOS À BSM

76. Conforme descrito no Relatório, o presente processo foi instaurado com o objetivo de avaliar as operações incluídas no PAD BSM<sup>22</sup>, aberto em 02.06.2015 na BSM, para apurar as responsabilidades da corretora M.S. CTVM, de seu diretor e dois operadores, em irregularidades ligadas à realização de operações com ações ON de emissão da OGX (código OGXP3) em nome dos comitentes Caieiras FIM IE, Formula XVI FIM CP IE e Morgan Stanley Uruguay, todos eles com carteiras de investimentos geridas por Morgan Stanley Administradora de Carteiras, nos pregões de 30.08.2013 e 02.09.2013.

77. A BSM, no termo de acusação que inaugurou o PAD BSM, entendeu que a corretora “*não foi apenas responsável pela intermediação das operações, mas participou ativamente do desenho da estratégia e coordenou a atuação em bloco pelos Clientes, representados pelos prepostos da Corretora (...) e (...), que decidiram e executaram as ordens das operações que, conforme os itens que seguem, manipularam o preço de OGXP3 em 30 de agosto e 2 de setembro de 2013, com a participação e anuência de (...)*”<sup>23</sup>.

78. Ainda segundo a BSM, “*Essa atuação em conjunto, por Clientes pertencentes ao mesmo grupo econômico, que possibilitou resultado global positivo final de R\$ 10.435.668,70 (...) recebido pelo Fundo de Investimentos Caieiras – cujo cotista exclusivo é o Banco Morgan Stanley – decorreu de irregularidades cometidas pelos Acusados (...)*”<sup>24</sup>. E conclui que “*Os Acusados, atuando em nome dos Clientes da Corretora, os quais são integrantes de seu mesmo conglomerado financeiro, como analisado no item III acima, foram responsáveis pela manipulação, adotando condutas em infração às vedações constantes da ICVM 8/79.*”<sup>25</sup>

79. Percebe-se, portanto, que o PAD BSM não teve por objeto irregularidades nas atividades de intermediação realizadas pela corretora e seus prepostos. O objeto daquele procedimento é a manipulação de preços da OGXP3 nos pregões de 30.08.2013 e 02.09.2013.

<sup>22</sup> Doc. SEI nº 0411357.

<sup>23</sup> Idem.

<sup>24</sup> Idem.

<sup>25</sup> Idem.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

exatamente os mesmos fatos em exame no presente processo administrativo sancionador. Na avaliação da BSM, a corretora, seu diretor e operadores não teriam atuado apenas na execução operacional da estratégia, mas também na idealização e coordenação dos clientes de modo a realizar o artifício que alterou a cotação do ativo e induziu terceiro a negociá-lo em condições artificiais.

80. Por tal razão, ao avaliar a conveniência e a oportunidade do termo de compromisso e fixar os valores para sua pactuação<sup>26</sup>, a entidade autorreguladora não se limitou ao limite máximo das multas pecuniárias em absoluto por ela praticadas no âmbito da autorregulação. Ao contrário, a BSM inegavelmente considerou o total do benefício auferido pelo grupo Morgan Stanley e estabeleceu obrigação pecuniária no valor total de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões) para o encerramento consensual do processo.

81. Nesse contexto, ainda que as partes deste processo e do PAD BSM sejam formalmente diferentes, entendo que há elementos consistentes, neste caso, para tratar o grupo de proponentes em seu conjunto e que a CVM deve ponderar as obrigações assumidas perante a entidade autorreguladora ao avaliar a conveniência e oportunidade da celebração do termo de compromisso. A atuação coordenada do regulador e do autorregulador está na essência do modelo proposto pela Lei nº 6.385/76<sup>27</sup> e deve orientar a fixação de penalidades nos processos sancionadores e as obrigações fixadas em termos de compromisso, como expressamente assinala o art. 49, §§ 4º e 5º, da Instrução CVM nº 461, de 2007:

Art. 49. A violação das normas cuja fiscalização incumba ao Departamento de Auto-Regulação sujeita seus infratores às penalidades previstas em regulamento.

(...)

§4º O investigado pode requerer que a penalidade que lhe tenha sido imposta, ou a prestação que tenha sido acordada em termo de compromisso celebrado no âmbito da auto-regulação, seja submetida à CVM como base para a celebração de termo de compromisso.

§5º No julgamento das infrações das normas legais sob sua competência, a CVM poderá reduzir, das penalidades que venha a aplicar, aquelas que tenham sido impostas no âmbito da auto-regulação.

82. No mesmo sentido, é a disciplina da dosimetria das penalidades no âmbito da CVM regulada pela Instrução CVM nº 607/19, que assim dispõe:

<sup>26</sup> Doc SEI nº 0411362.

<sup>27</sup> Lei nº 6.385/76. Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

§ 1º Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)





COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Art. 62. Na dosimetria da pena, salvo se aplicada a penalidade de advertência, o Colegiado fixará inicialmente a pena-base, aplicando na sequência as circunstâncias agravantes e atenuantes, bem como a causa de redução da pena, nessa ordem.

Parágrafo único. O Colegiado considerará na dosimetria as demais sanções relativas aos mesmos fatos, aplicadas definitivamente por outras autoridades, cabendo ao acusado demonstrar, até o julgamento do processo pelo Colegiado, o cabimento dessa circunstância. (grifos aditados)

83. O Colegiado desta CVM estabeleceu, assim, verdadeira regra infraconstitucional de vedação ao *bis in idem*, reconhecendo em suas instruções que a atuação punitiva estatal é materialmente una e deve ser executada de forma coordenada, sob pena de promover o excesso sancionatório, tão deletério quanto a ausência de punição para o estímulo a atividade econômica. Esse fenômeno, aliás, é ainda mais perceptível nas penalidades fixadas a partir do proveito econômico da infração, porquanto pode resultar em multas arbitradas em diversos múltiplos do efetivo benefício auferido ou da perda evitada.

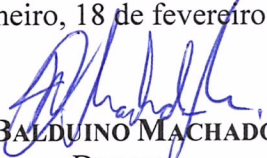
84. No caso dos autos, considerando de um lado a controvérsia quanto ao benefício que teria sido obtido pelos acusados e, de outro, o objeto do PAD BSM, tenho como bastante razoável que os valores pagos à entidade autorreguladora pela suposta prática de manipulação de preços sejam sopesados pela CVM na fixação da obrigação pecuniária em sede de termo de compromisso.

#### IV. CONCLUSÃO

85. Diante do exposto, voto pela aceitação da proposta complementar de termo de compromisso apresentada por Morgan Stanley Administradora de Carteiras, Banco Morgan Stanley, Morgan Stanley Participações e Morgan Stanley Uruguay consubstanciada na assunção de obrigação pecuniária de pagamento à CVM de 2 (duas) vezes o resultado de R\$ 6.638.483,26, atualizado pelo IPCA de 02.09.2013 até a data de seu efetivo pagamento, descontando-se desse resultado o valor pago à BSM, de R\$ 5.000.000,00, atualizado pelo IPCA de 19.01.2017 até a data de seu efetivo pagamento.

É como voto.

Rio de Janeiro, 18 de fevereiro de 2020.

  
**HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA**  
DIRETOR