

BSM - 3101/2016

YAZBEK

ADVOGADOS

Fls. 904
2 / 15
BSM - SJUR

São Paulo, 19 de outubro de 2016

À

BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados

Rua XV de Novembro, 275 – 8º andar


01013-001 – São Paulo – SP

At.: Sr. Marcos José Rodrigues Torres
Sr. Luiz Felipe Amaral Calabro

Ref.: Apresentação de proposta para celebração de Termo de Compromisso
Processo Administrativo Ordinário nº 02/2015 (“PAD nº 02/2015”)



Prezados Senhores,

MORGAN STANLEY CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.
 (“Corretora”), **CARLOS FREDERICO SOBRAL ELIAS** (“Carlos Elias”), **EDUARDO JOSÉ MENDEZ** (“Eduardo Mendez”),  e **TIAGO MARQUES PESSOA** (“Tiago Pessoa” e, em conjunto com os demais, “Proponentes”), devidamente qualificados nos Termos de Acusação dos processos administrativos em epígrafe (“Processos”) e aqui representados por seus advogados, vêm, respeitosamente, à presença de V.Sa., **apresentar proposta para celebração de Termo de Compromisso**, nos termos do art. 36, §2º, do Regulamento Processual da BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (“BSM” ou “Acusação”).

R. São Tomé, 86 - Cj. 51
Vila Olímpia, São Paulo - SP, 04551-080
55 11 3552-4040
www.yazbekadvogados.com.br

P
[Handwritten signature]

10-40 20/10/2016 032155 BSM/DIRE.9/10/2016 008168 DIREF. FBOVESPA S/A-PROTUCOLO

A presente proposta será dividida em quatro seções. Na **primeira** delas, será feita uma breve introdução para, na **segunda** e na **terceira**, retomar os principais argumentos de defesa apresentados no PAD n° 02/2015 e n° [REDACTED], respectivamente. Na última seção será apresentada proposta para a celebração de Termo de Compromisso que contemple ambos os Processos.

Os termos que não foram aqui expressamente definidos têm os mesmos significados a eles atribuídos nas respectivas defesas e respostas aos pareceres da Superintendência Jurídica da BSM.

I. INTRODUÇÃO

1.1 No decorrer dos PAD n° 02/2015 e n° [REDACTED], os Proponentes procuraram demonstrar que a análise conduzida pela BSM, que culminou com acusações de infração de dispositivos da Instrução CVM n° 08, de 08/10/1979 (“Instrução CVM n° 08/1979”) e da Instrução CVM n° 505, de 27/09/2011 (“Instrução CVM n° 505/2011”), ora deixou de considerar informações relevantes, ora ignorou os esclarecimentos de natureza técnica fornecidos ao longo dos Processos – do que decorreram interpretações essencialmente equivocadas da realidade. Os Proponentes, conforme reiterado inúmeras vezes, agiram de boa-fé e permanecem convictos de que suas condutas não configuram qualquer irregularidade.

1.2 Não obstante estarem certos de que a análise mais detida das operações objeto dos Processos pelos d. membros do Conselho de Supervisão deveria levar à sua absolvição em ambos os casos, os Proponentes gostariam de apresentar proposta para celebração de Termo de Compromisso com o objetivo de encerrar tanto o PAD n° 02/2015 quanto o PAD n° [REDACTED]. Conforme manifestações protocoladas pelos Proponentes na BSM em 06/10/2016, essa decisão foi tomada a partir de uma orientação administrativa da matriz do grupo Morgan Stanley, sediada em Nova York, que somente interagiu com o processo

por meio da tradução dos documentos elaborados pela Acusação, não implicando em confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude das condutas analisadas, nos termos do art. 40 do Regulamento Processual da BSM.

1.3 Antes de adentrar a proposta propriamente dita, vale retomar os principais argumentos de defesa apresentados no decorrer dos Processos.

II. PRINCIPAIS ARGUMENTOS DE DEFESA: PAD N° 02/2015

2.1 A Corretora, Carlos Elias, Eduardo Mendez e Tiago Pessoa (“Defendentes”) foram acusados no âmbito do PAD n° 02/2015 de terem infringido o inciso I da Instrução CVM n° 08/1979, c/c o inciso II, alínea “b”, da mesma norma por terem, supostamente, manipulado os preços das ações OGXP3 nos pregões dos dias 30/08/2013 e 02/09/2013. A Corretora e Eduardo Mendez, na qualidade de diretor responsável pela Corretora, também foram acusados de infringir o disposto no art. 32, inciso I, da Instrução CVM n° 505/2011, por, teoricamente, não terem zelado pela integridade e regular funcionamento do mercado.

2.2 Ao contrário do que argumenta a Acusação, foi demonstrado pelos Defendentes no decorrer do PAD n° 02/2015 que:

- a) a atuação do Morgan Stanley nos pregões de 30/08/2013 e 02/09/2013 é explicada pela manutenção, por parte das entidades do grupo Morgan Stanley, de estratégia de arbitragem do tipo *cash and carry*¹ que envolvia (i)

¹ Cf. reconhecido pela BM&FBOVESPA em manifestação técnica encaminhada em anexo ao Ofício n° 385/2016 (“Doc. III”). Além disso, foram vários os elementos apresentados pelo Morgan Stanley, comprovando a existência e o tamanho dessa estratégia, incluindo: (i) a tela do *Bacen Capital Allocation*, juntada nos termos do item 3.12 da resposta ao Parecer SJUR; (ii) o e-mail enviado por Tiago Pessoa a seus superiores em 01/09/2013, reproduzido no item 4.49 da defesa protocolada em 28/09/2015; e (iii) os diálogos havidos entre Tiago Pessoa e representantes da BM&FBOVESPA em 29/08/2013 e em 30/08/2013, reproduzidos nos itens 4.15 e 4.51 da defesa protocolada em 28/09/2015.

posição vendida na carteira de ações à vista que compunha o índice Bovespa (sendo OGXP3 apenas uma de tais ações); e (ii) posição comprada em contratos de índice futuro;

- b) a venda de ações OGXP3 no leilão de rebalanceamento na sexta-feira, dia 30/08/2013, teve como motivação e propósito exclusivos readequar a posição vendida à vista do Morgan Stanley em razão do aumento da quantidade de ações OGXP3 na composição da carteira teórica do Ibovespa com vigência a partir de 02/09/2013;
- c) o Morgan Stanley começou a participar do leilão de rebalanceamento colocando uma ordem limitada a R\$ 0,50 com expectativa de que o preço da ação subisse, quando a ação OGXP3 já estava sendo negociada a R\$ 0,20, com 60% de queda do preço anterior, sem qualquer influência do Morgan Stanley;
- d) os Defendentes foram surpreendidos no leilão de fechamento de 30/08/2013 pela necessidade de vender uma quantidade maior de ações OGXP3 do que a esperada, sobretudo porque os fundos passivos que acompanham o Ibovespa não aumentaram suas ordens de compra de OGXP3 conforme o preço do ativo caía no leilão, em linha com a expectativa do mercado e comportamento histórico recorrente de tais fundos passivos. Como o preço caiu além do esperado, o Morgan Stanley precisou vender maiores quantidades de ações OGXP3 (parte delas a descoberto) naquele leilão², na tentativa de manter a sua estratégia de arbitragem direcionalmente neutra³;

² Conforme demonstrado pelo Morgan Stanley, quanto menor o preço da ação em 30/08/2013, maior seria a quantidade de ações que o Morgan Stanley teria que vender para se manter direcionalmente neutro.

³ Caso o Morgan Stanley não realizasse as vendas a descoberto, o Morgan Stanley assumiria uma exposição direcional da ordem de R\$86 milhões – em ações de uma companhia que, notoriamente, poderia quebrar a qualquer momento.

- e) mesmo com todas as cautelas tomadas, o Morgan Stanley não conseguiu vender a quantidade de ações OGXP3 necessárias para ficar sem exposição direcional ao ativo OGXP3 e entrou no final de semana com exposição sinteticamente comprada de R\$13.894.373,69 em OGXP3⁴;
- f) na segunda-feira 02/09/2013, logo no início da manhã, percebendo que os fundos passivos não rebalancearam suas posições e que isso prejudicaria o mercado de aluguel BTC de OGXP3 (necessário para cobrir as vendas à descoberto realizadas na sexta-feira), já que os fundos passivos são os doadores naturais das ações, o Morgan Stanley atuou durante todo o dia, (i) tomando emprestado e/ou comprando OGXP3 para fazer frente às vendas a descoberto realizadas em 30/08/2013, e (ii) se desfazendo de suas posições na estratégia de arbitragem *cash and carry*, por meio da compra da cesta de ações que compunha o Ibovespa (exceto OGXP3 que já havia sido comprada conforme item (i) acima) e da venda de contratos futuros de índice;
- g) considerando que o prejuízo do Morgan Stanley seria tanto maior quanto maior fosse o seu preço de recompra do papel na segunda-feira 02/09/2013, e temendo que a ação se valorizasse pela compra tardia do papel por fundos passivos de Ibovespa (o que de fato veio a ocorrer, conforme comprovado nos itens 3.31 e ss. da resposta ao Parecer SJUR protocolada em 13/06/2016), o Morgan Stanley procurou realizar as compras no início da segunda feira, fazendo-o ao preço disponível no mercado⁵. Mesmo assim, não lhe foi possível zerar a posição

⁴ A principal razão para essa exposição foi a cautela do próprio Morgan Stanley, que nos últimos segundos do leilão, calibrou suas ordens de venda para não gerar um ciclo vicioso que reduziria ainda mais o preço de OGXP3.

⁵ Vale notar que o preço de execução da compra do Morgan Stanley na segunda-feira foi apenas R\$0,01 (um centavo) acima da execução média do mercado, e seu volume de operações representou apenas 15% do mercado naquele mesmo dia, o que matematicamente deveria afastar a hipótese de manipulação por completo.

em **OGXP3**, tendo o Morgan Stanley fechado a segunda feira, 02/09/2013, comprado em 32 milhões de ações, equivalente a R\$12.983.493,78;

- h) **não houve manipulação de preços** visto que (i) a alteração no preço de um ativo em função da atuação legítima de um participante não caracteriza manipulação, sobretudo quando tal atuação está vinculada a uma **estratégia dotada de fundamentação econômica e que foi amplamente comprovada ao longo do processo**; (ii) as ofertas de venda de OGXP3 no leilão de fechamento de 30/08/2013 foram inseridas a **preço de abertura**, pois a principal preocupação do Morgan Stanley era o atendimento às suas necessidades de venda (e a prevenção da assunção de uma exposição direcional em OGXP3); e (iii) ao final de tal leilão o Morgan Stanley se preocupou em dosar cuidadosamente as ofertas de venda para que não se criasse um círculo vicioso de desvalorização das ações – prejudicial não apenas ao mercado, mas também ao próprio Morgan Stanley;
- i) **também não há que se falar que o Morgan Stanley assumiu os riscos da produção do resultado manipulativo** (dolo eventual), posto que os Defendentes constituíram estoque de OGXP3 em níveis que entenderam adequados e, principalmente, não poderiam prever que os fundos passivos adotariam postura contrária a seus objetivos previstos em regulamento e à sua prática histórica e não reenquadrariam suas carteiras no pregão de 30/08/2013;
- j) no que se refere à atuação dos Defendentes, é preciso reconhecer que (i) os **Defendentes sempre agiram de boa-fé e tomaram suas decisões baseadas nas melhores práticas de gestão de risco e governança, sem deixar de se preocupar com o adequado funcionamento do mercado**; (ii) o e-mail enviado por Tiago Pessoa a seus superiores em 01/09/2013 é mais do que prova desta boa-fé e de tudo quanto alegado em sede de defesa; (iii) Carlos Elias sequer participou na tomada de decisões nos pregões de 30/08/2013 e 02/09/2013, limitando-se a inserir as ordens no sistema; e (iv) Eduardo Mendez estava viajando até o dia

01/09/2013 e, na qualidade de diretor responsável pelas operações no âmbito da Corretora, atuou estabelecendo controles internos e cuidando para sua adequada implementação; e

- l) por fim, na tentativa de isolar o resultado auferido pelo Morgan Stanley relacionado exclusivamente à posição física (à vista) e sintética (futuro) detida em OGXP3, a **Acusação comete graves equívocos no cálculo do resultado do Morgan Stanley**. Ao calcular o resultado do Morgan Stanley relacionado à posição sintética em OGXP3 detida no mercado futuro, (i) a Acusação utiliza valores observados no mercado à vista, ignorando que a formação de preços no mercado futuro está sujeita a variáveis diversas, (ii) utiliza o preço de fechamento incorreto⁶, e (iii) ignora o resultado no mercado futuro decorrente das operações realizadas na segunda-feira, 02/09/2013 (redução da posição de *cash and carry*). Além disso, a Acusação ignora o resultado de marcação a mercado sobre as posições à vista do Morgan Stanley em 02/09/2013 (notadamente a posição em OGXP3 prévia ao rebalanceamento e a posição decorrente das vendas de OGXP3 de sexta-feira não casadas com recompras na segunda-feira).

⁶ No Parecer SAM, embora se reconheça que o preço de fechamento de OGXP3 observado em 29/08/2013 tenha sido de R\$0,50 (fls. 56), a Acusação utiliza um preço de fechamento de R\$ 0,51 para a mesma data ao calcular o alegado resultado do Morgan Stanley no mercado futuro (fls. 75).

III. PRINCIPAIS ARGUMENTOS DE DEFESA: PAD Nº [REDACTED]

3.1 [REDACTED]

3.2 [REDACTED]

a) [REDACTED]

b) [REDACTED]

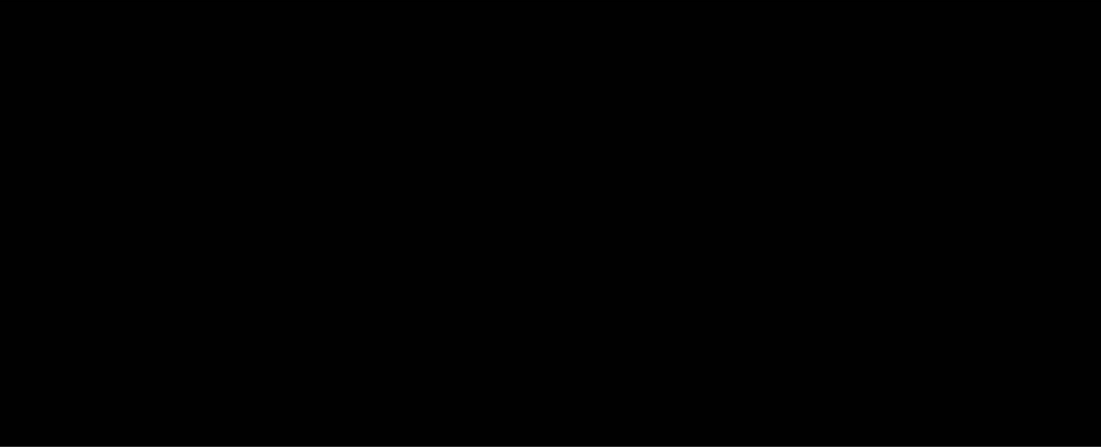
c) [REDACTED]

P

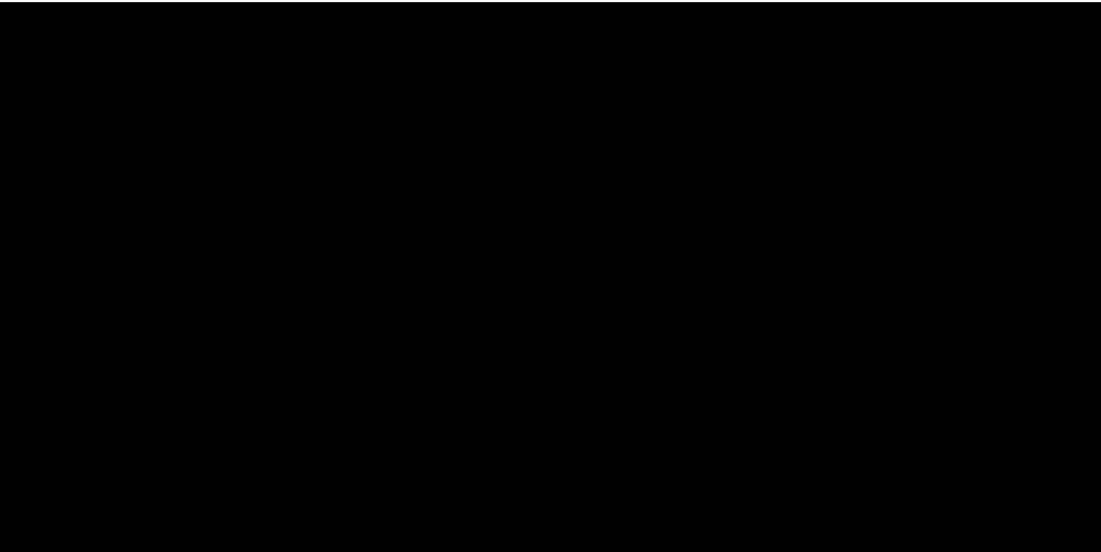
P.



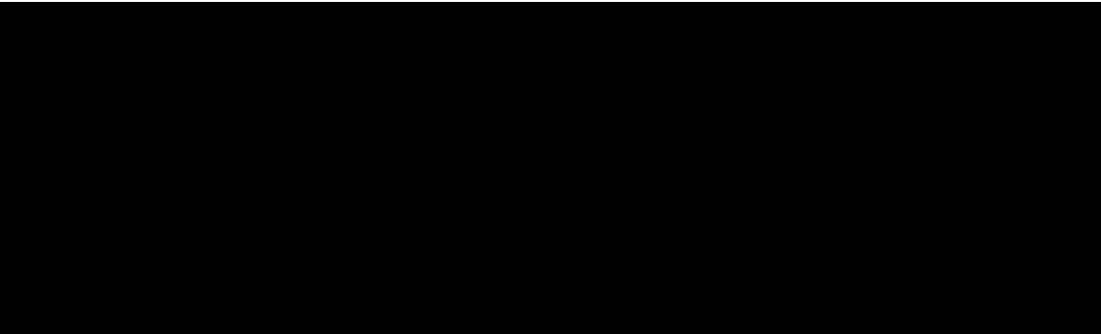
d)



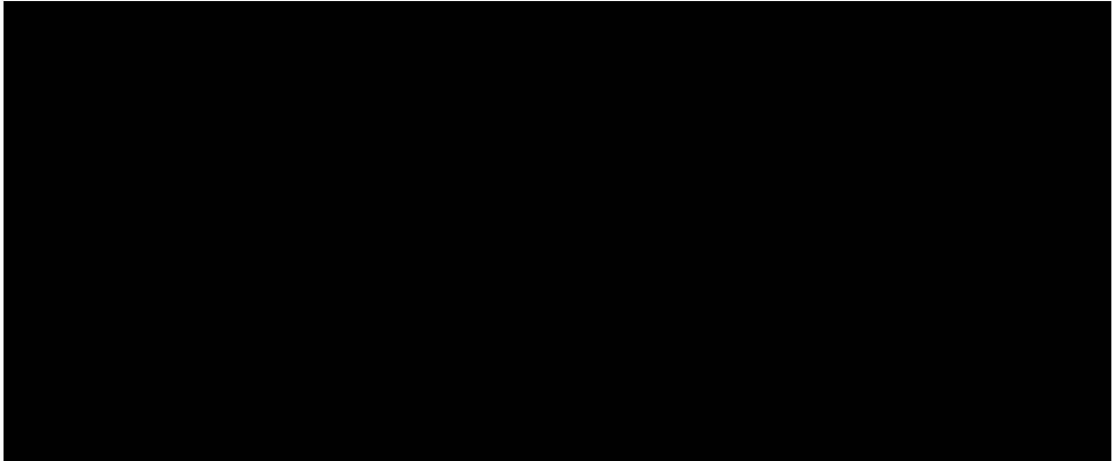
e)



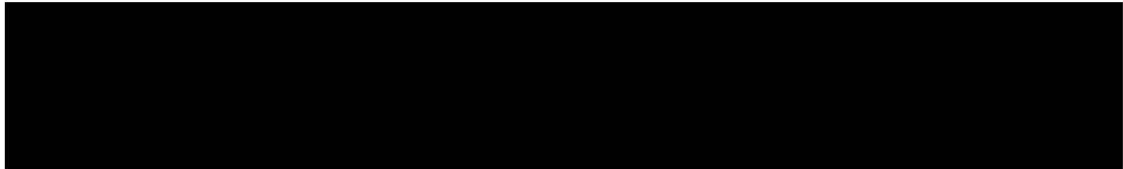
f)



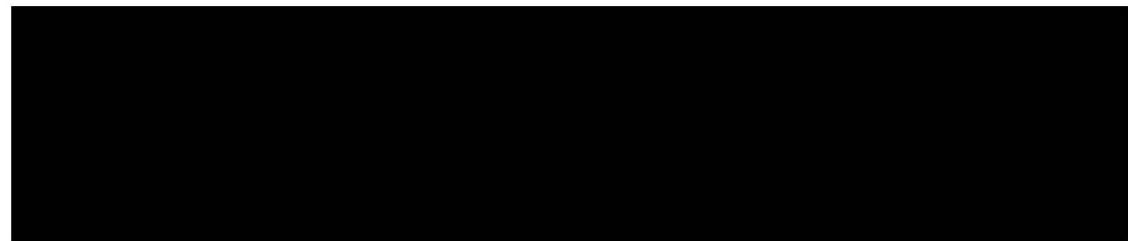
P



g)



h)



IV. PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

4.1 Levando em consideração tudo quanto já foi demonstrado em sede de defesa no âmbito do PAD nº 02/2015 e nº [REDACTED], a natureza das condutas investigadas, bem como que os Proponentes sempre agiram de boa-fé, dentro dos limites legais e regulamentares, e nunca foram condenados pela BSM ou pela Comissão de Valores Mobiliários, os Proponentes gostariam de propor o valor global de **R\$1.000.000,00** (um milhão de reais)

7



P

[Handwritten signature]

para a celebração de Termo de Compromisso que contemple as condutas investigadas no âmbito do PAD nº 02/2015 e do PAD nº [REDACTED].

4.2 A prerrogativa de um acordo único, vale dizer, foi conferida pela BSM nos Ofícios nº 411/2016 e 412/2016. Sem prejuízo, o Morgan Stanley passa a apresentar os valores considerados para cada Defendente, os quais, somados, resultam naquele valor global:

PAD Nº 02/2015		PAD Nº [REDACTED]	
Proponente	Valor (em R\$)	Proponente	Valor (em R\$)
Corretora	600.000,00		-
Tiago Pessoa	100.000,00	[REDACTED]	[REDACTED]
Eduardo Mendez	50.000,00	[REDACTED]	[REDACTED]
Carlos Elias	50.000,00	[REDACTED]	[REDACTED]
Total	800.000,00	Total	[REDACTED]

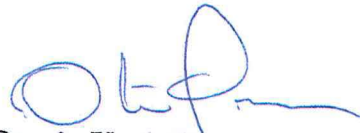
4.3 Ainda, os Proponentes consideram que se encontram preenchidos todos os requisitos necessários para a celebração de Termo de Compromisso e, em especial, aqueles elencados no art. 36, incisos I e II, do Regulamento Processual da BSM. Com efeito, os Proponentes consideram que (a) não há que se falar em interrupção de supostas práticas consideradas ilícitas pela Acusação visto que aqui se está lidando com situações específicas e não com uma conduta continuada; e ainda (b) não há que se falar em terceiros eventualmente prejudicados pela suposta atuação dos Defendentes, e que deveriam ser indenizados.

4.4 Os Proponentes colocam-se à disposição da BSM e do Conselho de Supervisão para discutir as condições desta proposta. Mais do que isso, eles entendem que, caso lhes fosse facultado participar de discussões diretas com o referido Conselho, seria possível (a) esclarecer melhor quanto aos motivos da proposta apresentada (ligada não apenas aos equívocos que entendemos existir na Acusação, mas também à natureza das acusações) e

(b) assegurar um processo de negociação mais direto e eficiente, capaz de atingir mais rapidamente aos seus fins.

Sendo o que nos cabia para o momento, subscrevemos.

Atenciosamente,



Otavio Yazbek

OAB/SP nº 144.506



Marina P. Copola de Carvalho

OAB/SP nº 274.358