



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Registro: 2019.0000504055

ACÓRDÃO

Vistos, relatados e discutidos estes autos de Apelação nº
1055623-38.2014.8.26.0100, da Comarca de São Paulo, em que são apelantes

[REDACTED]
[REDACTED] e [REDACTED]
[REDACTED], é apelado BANCO MORGAN
STANLEY S.A..

ACORDAM, em 14ª Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça de São Paulo, proferir a seguinte decisão: "Por maioria de votos, em julgamento estendido, deram provimento em parte ao recurso. Vencidos a 2ª Desembargadora e o 4º Desembargador que declaram voto. Declaram votos convergentes o 3º Desembargador e o 5º Desembargador.", de conformidade com o voto do Relator, que integra este acórdão.

O julgamento teve a participação dos Exmos. Desembargadores LÍGIA ARAÚJO BISOGNI (Presidente), CARLOS ABRÃO, ACHILE ALESINA E MELO COLOMBI.

São Paulo, 26 de junho de 2019.

THIAGO DE SIQUEIRA

RELATOR

Assinatura Eletrônica

Apelação nº 1055623-38.2014.8.26.0100

Apelantes:

[REDACTED]
[REDACTED] e [REDACTED]



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

[REDACTED]
[REDACTED]

Apelado: BANCO

MORGAN STANLEY S.A.

Interessados: [REDACTED] e [REDACTED]
[REDACTED]

Comarca: São Paulo

Voto nº 37.462

Ação visando a devolução de quantia excedente de excussão de garantia – Demanda julgada improcedente perante a Vara de origem – Apelo interposto pelos autores - Venda de ações do Banco Cruzeiro do Sul em leilão da bolsa de valores, feita pelos fundos [REDACTED] e [REDACTED] para o Banco Morgan Stanley S.A. – Estabelecimento de derivativos para limitar eventuais perdas e ganhos, conforme Contrato Global de Derivativos (“CGD”) e Confirmação de Operações de Compra e Venda de Opções firmados pelas partes – Decretação do RAET do BCSul pelo Banco Central – Suspensão da negociação de suas ações pela BM&FBovespa – Notificação dos fundos [REDACTED] e [REDACTED], pelo Banco Morgan, considerando ter havido o vencimento antecipado das opções, estipulando o preço de mercado das ações em R\$ 0,00 (zero reais), por estarem com as negociações suspensas, configurando “evento de interrupção/instabilidade”, com a consequente excussão da garantia de CDBS, prestada para assegurar o cumprimento das operações de derivativos – Adoção, para tanto, da fórmula prevista no CGD de Valor de Reposição, conforme previsto na Cláusula XI deste contrato, para cálculo do valor de reposição – Inadmissibilidade – Cláusula que refere-se ao vencimento antecipado decorrente de um Evento de Inadimplemento, ou de um Evento de Rescisão das Operações de Derivativos, e não ao vencimento antecipado da operação de derivativos, decorrente de um “evento de interrupção/instabilidade” previsto nas Confirmações de Operações de Compra e Venda de Opções – Preço de mercado das ações que, ademais, não poderia ser zerado em decorrência da suspensão de suas negociações, posto que restabelecidas dois dias depois, quando fecharam com o valor de R\$ 4,40 e no pregão anterior atingiram R\$ 7,60 – Patrimônio Líquido Negativo que também não implica em que o valor das ações seja zero – Preço justo das ações que deve ser fixado na média entre o valor maior, anterior ao RAET, e o menor, praticado na reabertura do mercado – Descabimento da adoção do preço final de R\$ 7,60, como pretendido pelos autores – Ação que deve ser julgada parcialmente procedente – Recurso provido em parte para tanto.

A r. sentença (fls. 614/620), proferida pela douta Magistrada Gabriela Fragoço Calasso Costa, cujo relatório se adota, julgou improcedente a presente ação ordinária ajuizada por [REDACTED] [REDACTED]



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

[REDACTED]
[REDACTED]
contra BANCO MORGAN STANLEY S/A., condenando os autores ao pagamento das custas, despesas processuais e honorários advocatícios fixados em R\$ 10.000,00.

Opostos embargos de declaração pelos autores (fls. 624/627), restaram rejeitados (fls. 628).

[REDACTED] e [REDACTED]
[REDACTED] interpuseram recurso de apelação, na qualidade de terceiros prejudicados (fls. 630/650). Houve pedido de concessão da gratuidade da justiça aos apelantes, o que foi indeferido pela douta Magistrada (fls. 687). Dessa decisão os apelantes interpuseram agravo de instrumento nº 2230028-11.2015.8.26.0000 (fls. 693/711), ao qual foi negado provimento (fls. 891/896). Contra o v. acórdão os recorrentes opuseram embargos de declaração, que restaram rejeitados.

Os recorrentes, então, interpuseram Recurso Especial que foi conhecido e provido pelo C. Superior Tribunal de Justiça (fls. 1047/1048), para anular o acórdão dos embargos de declaração, determinando que outro seja proferido, para sanar omissão quanto à alegação de indisponibilidade e bloqueio de todos os seus bens, por determinação dos juízos cível e criminal, bem como, acerca da falta de esclarecimento sobre como poderiam recolher as custas judiciais em torno de R\$ 63.500,00.

Os autos retornaram conclusos a este Relator para novo julgamento dos embargos de declaração nº 2230028-11.2015.8.26.0000/50002.

Em julgamento realizado no dia 6 de fevereiro de 2019, esta 14ª Câmara, por votação unânime, acolheu os embargos de declaração para sanar a omissão apontada, porém, sem efeito modificativo. Contra esse acórdão, novos embargos de declaração foram opostos (nº 2230028-11.2015.8.26.0000/50003), os quais foram rejeitados, por votação unânime (fls. 1069/1078).

Os autores [REDACTED] [REDACTED]

[REDACTED] e [REDACTED]
[REDACTED]

██████████, por sua vez, apelaram da r. sentença (fls. 712/733), sustentando que o Banco Morgan Stanley, aproveitando-se da decretação de Regime Especial de Administração Temporária (RAET) sobre o Banco Cruzeiro do Sul S.A., *fato ocorrido em 04/06/2012, engendrou ardilosa manobra para se apropriar de Certificados de Depósito Bancário - CDBs mantidos pelos fundos recorrentes, no expressivo valor de R\$114.048.673,45*. Alegam que o Banco Morgan Stanley suscitou uma possível dicotomia entre “Valor de Reposição” e “Valor de Liquidação”, conforme previstos no CGD e na Confirmação, para tratar de situações idênticas de encerramento das opções, bem como, que nenhuma parte atribuiu à outra o direito de arbitrar o valor para exercício das opções. Alegam, outrossim, que o “Valor de Reposição” que o Banco Morgan Stanley afirma não ter especificação e, por essa razão, autorizaria o potestativo direito de dizer o quanto valia, na realidade leva aos critérios estabelecidos para o “Valor de Liquidação”. Afirmam que, *não obstante a quantidade de termos indicados no CGD e na Confirmação, e a robusta argumentação das partes em defesa de seus interesses, revela-se inegável a agressiva e ousada manobra engendrada pelo Banco Morgan Stanley para maximizar seu ganho diante da inesperada decretação do RAET no Banco Cruzeiro do Sul. É indubitável que o Banco Morgan Stanley resolveu estudar a melhor forma de se aproveitar e resolveu arriscar, assumindo unilateralmente que as ações adquiridas pelo fundo de sua titularidade passaram a valer R\$0,00, para assim tomar a integralidade dos recursos dos fundos recorrentes. Na pior das hipóteses - a procedência desta ação - simplesmente cumprirá o que foi contratado. Ou seja, tentar locupletar-se às custas dos fundos recorrentes era um jogo em que só poderia empatar ou ganhar. A sentença, equivocadamente, acabou por desconsiderar a intenção das partes na celebração do CGD e da Confirmação, e deu ao Banco Morgan Stanley autonomia para, a seu exclusivo critério, impor aos fundos recorrentes a maior perda possível em contrapartida ao ganho máximo que obteve com a manobra. Não importa que se denomine “Valor de Liquidação” ou “Valor de Reposição”, pois a antecipação do exercício das opções impõe que as regras previstas nos instrumentos firmados sejam obedecidas, com boa-fé e sem onerar adicionalmente qualquer das partes em razão do fato imprevisto. Assim, postula-se a reforma da decisão, primariamente para reconhecer a aplicação da fórmula do “Valor de Liquidação”, com aplicação do Preço Final de R\$ 7,60, relativo à Data do Exercício ser o dia útil anterior à data em que houve o vencimento antecipado. E, assim, deverá o Banco Morgan Stanley devolver a diferença do que tomou dos fundos recorrentes. Caso se*



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

entenda que a Data de Exercício é a própria Data de Vencimento Antecipado (embora não haja tal distinção nos documentos), deve-se aplicar a regra para o Dia Interrompido, valendo o preço de fechamento do primeiro dia útil de negociação subsequente, i.e., R\$ 4,40. Finalmente, caso se entenda que mesmo diante das disposições contratuais, o Banco Morgan Stanley devesse estimar de boa-fé um preço para o próprio dia 04/06/2012, que tal preço seja estipulado em liquidação de sentença, considerando-se o comportamento dos preços logo antes da suspensão dos negócios e imediatamente após a reabertura. Postulam, por tais razões, a reforma da r. sentença.

Recurso dos autores preparado, recebido, com apresentação de contrarrazões.

A presente apelação foi distribuída a esta 14ª Câmara, em razão do julgamento do agravo de instrumento n. 2230028-11.2015.8.26.0000.

É o relatório.

Cabe observar, inicialmente, que o preparo da apelação interposta pelos autores veio a ser efetuado às fls. 1013/1016, o qual foi admitido pela decisão de fls. 1.017. Não há de se falar, por isso, em deserção de referido apelo.

Conforme alegado pelos recorrentes, em 18/05/2012, visando restabelecer o *free float* mínimo (25%), promoveram a venda, por meio de leilão na BM&FBovespa, ao [REDACTED] Multimercado, que tem como único quotista o Banco Morgan Stanley, um total de 8.939.882 ações de emissão do Banco Cruzeiro do Sul, ao valor de mercado, em operação que totalizou R\$ 137.583.783,98.

Para tanto, firmaram dois instrumentos contratuais: o Contrato Global de Derivativos (“CGD”), datado de 15.05.2012, e a Confirmação de Operações de Compra e Venda de Opções, em 18.05.2012. O dinheiro que o [REDACTED] pagou pela compra foi reaplicado no Banco Morgan, que emitiu CDB's subscritos pelos Fundos Autores e ficou como custodiante dos títulos, como garantia do cumprimento da opção de venda.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Para implementação da compra e venda das ações, os fundos recorrentes e o Banco Morgan Stanley contrataram opções cruzadas de compra e venda, oferecendo *hedge* para as partes em relação à mudança no valor das ações vendidas.

Os fundos recorrentes outorgaram ao Banco Morgan Stanley uma opção de venda, com data de vencimento em 20/04/2014, que, se exercida, obrigaria os fundos recorrentes a pagarem ao Banco Morgan a diferença positiva, entre o preço de exercício arbitrado pelas partes em R\$ 15,39 por ação, e o valor da cotação da ação na data de vencimento. E o Banco Morgan Stanley, por sua vez, outorgou uma opção de compra, com vencimento em 20/04/2014, que, se exercida, permitiria aos fundos recorrentes receberem deste banco a diferença positiva, se existente, entre o valor da cotação da ação na data do vencimento e o preço de exercício arbitrados em R\$ 15,39.

Entretanto, em 4 de junho de 2012, o Banco Central decretou o RAET (Regime de Administração Especial Temporária) do BCSul antes da abertura do pregão da bolsa de valores, de modo que a Bovespa determinou o *circuit breaker*, ou seja, a suspensão da negociação do ativo.

Em 5 de junho de 2012, o Banco MS notificou os Fundos [REDACTED] e [REDACTED] afirmando que a suspensão da negociação das ações em virtude do RAET constituía “evento de interrupção/instabilidade” e, portanto, o vencimento antecipado das opções. Mais tarde, no mesmo dia, notificou-os novamente, dizendo ter calculado o valor da liquidação das opções, considerando o preço de mercado das ações como R\$ 0,00 (zero reais), por estarem as negociações suspensas. O valor total cobrado, com tais parâmetros, foi de R\$ 117.112.673,45, e se dizendo credor, ainda, do saldo remanescente de R\$ 3.063.780,75.

Segundo o afirmado pelo Banco Morgan Stanley, houve o vencimento antecipado da operação de derivativos, porquanto a suspensão da negociação das ações do BCSul em bolsa é um “evento de interrupção/instabilidade” previsto nas Confirmações de Operações de Compra e Venda de Opções envolvendo as Ações (ativo subjacente das Operações de Derivativos), como estabelecido nas Disposições Contratuais.

E conforme aduz, o item I, 3 e Anexo A das Confirmações (fls. 109/126) estabelecem o Vencimento Antecipado e Automático das Operações de Derivativos pela ocorrência de um Evento de Interrupção/Instabilidade. A suspensão de negociação das Ações em Bolsa interferiu na capacidade de participantes do mercado, em geral, de (i) negociar ou obter cotações de mercado das Ações na BM&FBovespa; e (ii) negociar ou obter cotações de mercado das opções relacionadas às Ações do BCSul. Invoca a respeito parecer do I. Marcelo Trindade, bem como o parecer do Ilustre Professor Nelson Eizirik, o qual trouxe para instruir sua contestação.

Portanto, o RAET do BCSul não é a causa do Vencimento Antecipado das Operações de Derivativos, como parece pretender fazer crer os Fundos Autores. Isto porque o conceito de insolvência dos CGDs afeta apenas as partes contratantes dos CGDs (i.e. Fundo Autores, o Réu e os Garantidores). Não envolve terceiros, inclusive o BCSul, na qualidade de emissor das Ações que são objeto (ativo subjacente) das Operações de Derivativos. Destarte, não há de se falar em evento de insolvência no caso concreto, afastando-se qualquer pretensão consequência desse alegado evento de inadimplemento.

Por esta razão, segundo ainda o alegado na defesa do réu, para o cálculo do Valor do Vencimento Antecipado aplica-se a Cláusula XI dos CGDs, que contém previsão clara e específica regulando as consequências do Vencimento Antecipado das Operações de Derivativos, indicando, inclusive, a fórmula para se calcular o valor devido de parte a parte em tal hipótese.

O Valor de Vencimento pode, então, ser resumido na seguinte fórmula/equação:

“Valor de Vencimento Antecipado ou Valor de Rescisão = Valor de Reposição + Valores Não Pagos e devidos à Parte Inocente + Valores Não Pagos e devidos à parte inadimplente”.

Disso deflui que na hipótese dos autos a única fórmula aplicável (e específica) para determinação do valor de Vencimento Antecipado das Opções é a Cláusula 11.6 dos CGDs, cuja única variável aplicável no cálculo é o **Valor de Recomposição**, ao invés do Valor de



Liquidação pretendido pelos Fundos Autores, conforme observa pelo Professor Eizirik.

A Cláusula III dos CGDs estabelece a definição do Valor de Reposição. Em resumo, o objetivo do Valor de Reposição, em qualquer das duas hipóteses previstas, é sempre o de ressarcir a Parte Inocente da oscilação de preço (negativa ou positiva) das Ações. Exatamente o risco da oscilação do qual Morgan Stanley, a parte inocente no caso, pretendia se proteger desde o princípio quando originalmente contratou as Operações de Derivativos. Em outras palavras, o Valor de Reposição deve ser tal que garanta à Parte Inocente como definido nos CGDs, isto é o réu, o mesmo resultado que experimentaria se as Operações de Derivativos não tivessem vencido antecipadamente e fossem integralmente cumpridas.

Ora, conferindo-se os termos da Cláusula XI do Contrato Global de Derivativos, em que se baseia a defesa do Banco MS, é de se verificar que refere-se, na verdade, ao vencimento antecipado decorrente de um Evento de Inadimplemento, ou de um Evento de Rescisão das Operações de Derivativos, e não ao vencimento antecipado da operação de derivativos, decorrente de um “evento de interrupção/instabilidade” previsto nas Confirmações de Operações de Compra e Venda de Opções, à que se reporta o réu na sua defesa.

Esta Cláusula, nos respectivos itens 11.1 e 11.2, vem assim redigida:

**“DAS CONSEQUÊNCIAS DO
VENCIMENTO ANTECIPADO E RESCISÃO DAS OPERAÇÕES
DE DERIVATIVOS**

11.1. Eventos de Inadimplemento. Se, a qualquer época, um Evento de Inadimplemento tenha ocorrido e persista em relação à Parte Inadimplente, a Parte Inocente poderá declarar o vencimento antecipado de todas as obrigações decorrentes deste Contrato, por meio de comunicado da Parte Inocente, enviando por fac-simile ou qualquer outro meio válido à parte Inocente, a qual deverá especificar o Evento de Inadimplemento que se tenha verificado. A parte Inocente determinará, ainda, no comunicado, a Data do Vencimento Antecipado das obrigações, a



qual deverá ser, no mínimo 5 (cinco) dias corridos após o recebimento do comunicado.

Se, no entanto, o Apêndice especificar que um Vencimento Antecipado Automático aplicar-se-á ao Evento de Inadimplemento de uma Parte, então será aplicado o vencimento antecipado automático e imediato de todas as obrigações previstas neste Contrato ou em cada Confirmação, independentemente de comunicado ou aviso judicial ou extrajudicial.

11.2. Eventos de Rescisão. Se, a qualquer época, um Evento de Rescisão tenha ocorrido será aplicado o vencimento antecipado automático e imediato de todas as Obrigações Rescindidas, independentemente de notificação ou aviso judicial, ou extrajudicial. Sem prejuízo do Vencimento antecipado automático previsto nesta Cláusula 11.2 e das demais condições estabelecidas neste Contrato, a Parte Afetada deverá notificar a outra Parte, especificando o Evento Rescisão pertinente bem como as Operações Rescindidas.

A Cláusula 10.1 deste Contrato, por sua vez, aponta os seguintes eventos de Inadimplemento: a) Não Pagamento ou Não Entrega; b) Violação Contratual; c) Rejeição do Contrato; d) Inadimplemento do Instrumento de Constituição de Garantia; e) Declaração Falsa; f) *Cross Default*; g) Insolvência (da Parte ou respectivo Garantidor); h) Reorganização Societária sem Assunção de Obrigações; i) Dissolução; j) Protesto; k) Alteração do Controle Acionário; l) Evento de Inadimplemento Adicional. Aponta, outrossim, os seguintes eventos de Rescisão: a) Alteração na Legislação; b) Força Maior; c) Evento de Rescisão Adicional descrito no Apêndice.

Em nenhum destes eventos enquadra-se o “evento de interrupção/instabilidade”, nem mesmo no evento Insolvência, à míngua de menção expressa neste sentido, referindo-se, ademais, à insolvência da parte (contratante) ou respectivo garantidor, que não é o caso, à rigor, do BCSul, posto que não figura como parte no contrato. Além disso, a instauração do RAET não implicava, de fato, na sua insolvência, atento à sua finalidade, como se verificará adiante.

Ressalte-se, outrossim, em reforço a este



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

entendimento, que o réu em momento algum alega na sua defesa que houve a rescisão do Contrato de Derivativos, afirmando unicamente que houve o vencimento antecipado da Operação de Derivativos. Para tanto, refere-se unicamente, como já dito, ao “evento de interrupção/instabilidade” previsto nas Confirmações de Operações de Compra e Venda de Opções (fls. 109/110).

Somente na Notificação dirigida aos demandantes (fls. 129) é que faz referência à Rescisão das Operações (de Derivativos), nos termos da cláusula 11.2 do Contrato Global de Derivativos, apontando, contudo, a ocorrência de Evento de Interrupção/Instabilidade que, como já afirmado, não é mencionado nesta cláusula contratual como evento de rescisão, nem de inadimplemento.

Não merece guarida, portanto, a tese sustentada pelo réu na sua defesa de que o cálculo do valor do vencimento antecipado deve ser feito mediante a aplicação Valor de Reposição previsto na Cláusula 11.6 dos CGDs.

Ademais, ainda que assim não fosse, é de se notar que na segunda Notificação que o Banco Morgan Stanley dirigiu aos demandantes (fls. 130), datada de 5 de junho de 2012, na qual aponta como Valor de Vencimento Antecipado que lhe é devido o montante de R\$ 79.486.791,40, nada menciona a respeito de Valor de Reposição, nem informa os critérios que teriam sido utilizados para o cálculo deste montante para que servisse como tal, limitando-se a indicá-lo nos termos da cláusula 11.5, 11.6. e 11.8 do Contrato, e a informar que o Agente de Cálculo, devido ao Evento de Interrupção/Instabilidade Interrupção de Negociação, não existe nesta data mercado ou preço para as Ações do Emissor na BM&FBovespa, portanto, o Agente de Cálculo utilizou o preço R\$ 00,00 (zero reais) por Ação como preço de referência para determinar o valor de mercado atual das opções.

Se não bastasse isto, carece de sustentação a utilização do preço zero por ação, como preço de referência para determinar o valor de mercado das opções, quando desse evento de “Interrupção” de Negociação, porquanto não se cuidou de interrupção de negociação, mas unicamente de suspensão temporária de negociação, determinada pela

BM&FBovespa, e que foi restabelecida por esta no dia 6 de junho de 2012, dois dias depois, apenas, da instauração do RAET.

E conforme afirmado pelos autores e não é impugnado pelo réu, o preço de fechamento do pregão de 01.06.2012, que foi o último que antecedeu a instauração do RAET, foi de 7,60, e no dia 06.06.2012, quando foi restabelecida a negociação das ações do BCSul, o mercado reabriu a R\$ 4,00 e fechou a R\$ 4,40. Evidenciou-se, por isso, que a suspensão da negociação destas ações não implicou na perda total de seu valor.

A situação patrimonial do BCSul, nesta ocasião, também não poderia ter este efeito, porquanto, conforme previsto no ato baixado pelo Banco Central que decretou o RAET do BCSul, o RAET é um regime previsto na legislação em vigor, com prazo limitado, por meio do qual o Banco Central substitui os dirigentes da instituição por um conselho de diretores ou por uma pessoa jurídica especializada, com a finalidade de corrigir procedimentos operacionais ou de eliminar deficiências que possam comprometer seu funcionamento.

Esse regime não afeta o andamento dos negócios da instituição, que continua a funcionar normalmente, podendo realizar todas as operações para as quais está autorizada. Em consequência, é preservada a relação dos credores e dos devedores com a instituição. Assim, tanto os compromissos de terceiros com a instituição quanto as suas dívidas continuam a vencer nos prazos originalmente contratados (fls. 128).

Esta intervenção visou, portanto, preservar o funcionamento do BCSul e não poderia implicar no seu fechamento ou quebra, o que, ao menos quando de sua decretação, não poderia ser vislumbrado de imediato. Como corretamente afirmado pelos autores, na réplica à contestação, a existência de prejuízos fiscais na instituição financeira em crise pode ser aproveitada por instituição adquirente, de modo que a aquisição de bancos em crise ou mesmo em situação de liquidação ou falimentar é uma realidade. Há outros fatores que podem trazer valor para um banco sob RAET, como integração de atividades com outras instituições, cessão de passivos, entre outras operações mais complexas. Invocaram como exemplo desta ocorrência, conforme apontam, o caso do BANERJ, que entrou em RAET em 1995 com PL (Patrimônio Líquido) negativo em R\$ 4,5



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

bilhões, e foi cindido em “*good bank* e *bad bank*”, vindo a ser vendido ao Banco Itaú por 1,2 bilhão, em 1997. Mais recentemente, em 2011, o “*bad bank*” foi vendido para o Bradesco por R\$ 2,1 bilhões, de conformidade notícias veiculadas pela imprensa (fls. 548).

Por esta razão, segundo aduziram, o Patrimônio Líquido negativo não implica em que o valor das ações seja zero, citando em abono deste entendimento, ademais, parecer do economista Alexandre Póvoa (fls. 595/620).

A notificação feita pelo Banco Morgan Stanley, portanto, por ocasião da instauração do RAET do BCSul, teria sido, então, uma medida oportunista de sua parte para, aproveitando-se da suspensão das negociações das ações do BCSul, apropriar-se indevidamente da garantia prestada pelos autores, assim o fazendo não somente em detrimento destes, mas também da massa de credores do banco, o que feriria, inclusive, o previsto no art. 36 da Lei n. 6.024/74, face a indisponibilidade legal dos bens dos ex-administradores do BCSul, como assentado no parecer do respeitável Ministro do STJ, Ruy Rosado de Aguiar Júnior, também exibido pelo autores (fls. 207/233).

Todavia, para definição do valor das ações para hipótese de vencimento antecipado das Operações de Derivativos também não pode ser adotado o do Preço Final, como preconizado pelos autores, que refere-se ao preço de fechamento das ações do BCSul no pregão da BM&FBovespa no dia útil anterior à data de vencimento, como estabelecido no Instrumento de Confirmação, item 3, porquanto cuida-se propósito de vencimento antecipado decorrente “evento de interrupção/instabilidade” previsto nas Confirmações de Operações de Compra e Venda de Opções, como supra assentado.

Seria o caso de considerar-se para tanto, por isso, a regra do Dia Interrompido prevista no Apêndice da Confirmação (fls. 120) que corresponde ao primeiro Dia Útil de Negociação que não seja um Dia Interrompido, que seria, então, o dia 6 de junho de 2012, quando reabriu a R\$ 4,00 e fechou a R\$ 4,40, o que também é considerado pelos autores.

Entretanto, tendo-se em vista que o último valor



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

em bolsa das ações, antes da decretação do FAET, foi de R\$ 7,60, afigurase razoável para estimar o preço para as ações estabelecer uma média entre este preço e o preço de reabertura do dia 6.06.2012, como os autores chegaram a cogitar, também, na inicial da presente ação, ao afirmarem que seria razoável entender que o valor estimado das ações estaria compreendido entre estes dois preços (fls. 9).

Por tais razões, e adotando-se, neste passo, a conclusão do respeitável voto do douto 3º Desembargador Carlos Abrão, é de se fixar o preço médio das ações em R\$ 6,00, porquanto, considerando a soma entre o valor maior, anterior ao RAET, e o menor, praticado na reabertura do mercado, totalizaria R\$ 12,00, resultando, assim, na média de R\$ 6,00, configurando, desse modo, o preço justo a ser aplicado no caso vertente para efeito de definir o montante a que os demandantes fazem jus, conforme postulado na presente ação.

Assim, caberá à parte exequente, na etapa de liquidação do julgado, apresentar seu demonstrativo com a planilha totalizando o lote de ações para efetivo pagamento ao preço de R\$ 6,00, cuja soma total obtida contará com juros moratórios de 1% a.m. computados da citação.

Relativamente à fixação das verbas sucumbenciais, é de se notar, no tocante à verba honorária, tendo-se em vista o juízo de equidade, bem como o trabalho desenvolvido, a complexidade da matéria e atento, outrossim, aos critérios objetivos do artigo 85, § 2º e seus incisos do vigente CPC, bem como à duração da tramitação da causa, fixa-se, em prol dos causídicos dos apelantes, a soma de R\$ 500.000,00 e a favor dos causídicos do recorrido, diante do maior decaimento, o valor de R\$ 200.000,00, sem compensação entre ambos, os quais serão atualizados a partir deste julgamento, computando-se juros moratórios de 1% a.m. do trânsito em julgado. Deve prevalecer, no caso, os princípios da razoabilidade e proporcionalidade para arbitramento desta verba, visando sua adequação aos limites da causa, evitando-se, assim, sua fixação em valor excessivo e desproporcional. Caberá aos recorrentes, ainda, arcar com o pagamento de 20% das custas e despesas processuais, arcando o réu, por sua vez, com o pagamento do remanescente de 80%.

Dê-se ciência do inteiro teor desta decisão e do



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

respeitável voto do Des. Carlos Abrão, ao juízo universal da quebra, ao ínclito representante do Ministério Público e também ao administrador judicial, tendo em vista que o valor da condenação do réu deverá ser transferido à disposição da massa falida, para pagamento do quadro geral



PODER JUDICIÁRIO

TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

de credores.

Ante o exposto, pelo meu voto, dou provimento parcial ao recurso, nos termos supra assentados e com as observações feitas na conclusão do respeitável voto do Des. Carlos Abrão.

Thiago de Siqueira
Relator



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Voto nº 49054t

Apelação Cível nº 1055623-38.2014.8.26.0100

Comarca: São Paulo

Apelantes:

[REDACTED] e

[REDACTED]

[REDACTED]

Apelado: BANCO

MORGAN STANLEY S.A.

Interessados:

[REDACTED]

e

[REDACTED]

DECLARAÇÃO DE VOTO

Ref. voto nº 37462 do Des. Thiago de Siqueira

convergente

Compartilho do mesmo entendimento do douto e ilibado
Relator.

Os fundos de investimento [REDACTED] e [REDACTED] ajuizaram
ação contra o Banco Morgan Stanley.

Narraram que o Banco Cruzeiro do Sul (BCSul) teria
aderido ao Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança nível 1,
devendo, por isso, manter 25% das ações de sua emissão sempre em
circulação no mercado ("free float"), ou seja, pertencer a acionistas que não
se confundissem com seus controladores. Em maio de 2010, o BCSul não
tinha 25% de suas ações em circulação e, para cumprir com essa exigência
da bolsa, desenvolveu operação junto ao Banco Morgan Stanley.

Os acionistas do BCSul ([REDACTED] e [REDACTED]
[REDACTED]) são também cotistas dos fundos autores. Bem por
isso, os fundos venderam, em leilão regular na bolsa de valores, 8.939.882
ações preferenciais de emissão do BCSul ao [REDACTED]
[REDACTED], cujo único cotista é o Banco Morgan Stanley (Banco MS).

Conforme informaram os autores, "a estrutura de



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

derivativos para limitar eventuais perdas e ganhos pelo Banco MS decorrentes da detenção das ações do BCSul consistia numa opção de compra para os fundos [REDACTED] e [REDACTED] e numa ação de venda para o [REDACTED], ambas com mesma data de vencimento, 20 de maio de 2012, e mesmo preço de exercício, R\$ 15,39. Ou seja: nessa data, se as ações tivessem valorizado, os Fundos autores recomprariam do [REDACTED] as ações pelo preço de R\$ 15,39, e se tivessem desvalorizado, o [REDACTED] as revenderia aos Fundos Autores pelo mesmo preço.”

Em 4 de junho de 2012, o Banco Central decretou o RAET do BCSul antes da abertura do pregão da bolsa de valores, de modo que a Bovespa determinou o “circuit breaker” ou seja, a suspensão da negociação do ativo.

Diante disso, no dia seguinte, o banco MS notificou os fundos autores, afirmando que a suspensão da negociação das ações em virtude da RAET constituía “evento de interrupção/instabilidade” e, portanto, isso permitia o vencimento antecipado das ações. E considerou o valor das ações como zero, cobrando o valor de R\$ 117.112.454,20.

No dia 6 de junho, a Bovespa reabriu os negócios com as ações do BCSul, cujas ações começaram pregão no valor de R\$ 4,10 e chegaram a R\$ 5,00, fechando em 4,40.

No dia 8 de junho, o Banco MS notificou os fundos autores, informando-os de que, por não terem efetuado o pagamento, promovera a excussão das garantias até seu limite, no valor de R\$ 114.048.673,45.

Os autores, nesta ação, aduziram que não havia causa para o vencimento antecipado do negócio. E o réu não poderia utilizar como valor da ação do BCSul a quantia de R\$ 0,00 (zero reais), tendo, com isso, exigido pagamento em excesso.

Para o réu, a justificativa do vencimento antecipado e automático das operações de derivativos seria o evento de interrupção/instabilidade.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Ocorre que o contrato firmado entre as partes não previa tal fator como causa para esse vencimento antecipado.

E não poderia o réu se utilizar do valor zero para as ações do BCSul, porque não teria havido “interrupção” das negociações, mas apenas sua suspensão temporária. O Banco MS teria agido de forma oportunista, aproveitando-se da suspensão das negociações para rescindir o contrato e efetuar cálculo com base em valor nulo de ação ainda válida.

Bem anotou o Relator que esse oportunismo se deu em detrimento não só dos autores, mas também da massa de credores do BCSul.

Posto isso, pelo meu voto, também daria provimento em parte ao recurso, acompanhando “in totum” o bem-lançado voto do Relator.

MELO COLOMBI
5º Desembargador

VOTO Nº 36050

APEL. Nº: 1055623-38.2014.8.26.0100

COMARCA: SÃO PAULO

APTES.: [REDACTED]

[REDACTED] **E OUTRO APDO.:**

BANCO MORGAN STANLEY S.A.

REL.: THIAGO DE SIQUEIRA

VOTO DIVERGENTE

Data venia nobre Relator, ao recurso negaria provimento.

Com efeito, aduzem os autores que o Banco Morgan Stanley, aproveitando-se da decretação de Regime Especial de Administração Temporária (RAET) do Banco Cruzeiro do Sul S.A., *fato ocorrido em 04/06/2012, engendrou ardilosa manobra para se apropriar de Certificados de Depósito Bancário - CDBs mantidos pelos fundos recorrentes, no expressivo*



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

valor de R\$114.048.673,45. Alegam que o Banco Morgan Stanley suscitou uma possível dicotomia entre “Valor de Reposição” e “Valor de Liquidação”, conforme previstos no CGD e na Confirmação, para tratar de situações idênticas de encerramento das opções, bem como, que nenhuma parte atribuiu à outra o direito de arbitrar o valor para exercício das opções. Alegam, outrossim, que o “Valor de Reposição” que o Banco Morgan Stanley afirma não ter especificação e, por essa razão, autorizaria o potestativo direito de dizer o quanto valia, na realidade leva aos critérios estabelecidos para o “Valor de Liquidação”. Afirmam que, *não obstante a quantidade de termos indicados no CGD e na Confirmação, e a robusta argumentação das partes em defesa de seus interesses, revela-se inegável a agressiva e ousada manobra engendrada pelo Banco Morgan Stanley para maximizar seu ganho diante da inesperada decretação do RAET no Banco Cruzeiro do Sul. É indubitável que o Banco Morgan Stanley resolveu estudar a melhor forma de se aproveitar e resolveu arriscar, assumindo unilateralmente que as ações adquiridas pelo fundo de sua titularidade passaram a valer R\$0,00, para assim tomar a integralidade dos recursos dos fundos recorrentes. Na pior das hipóteses - a procedência desta ação - simplesmente cumprirá o que foi contratado. Ou seja, tentar locupletarse às custas dos fundos recorrentes era um jogo em que só poderia empatar ou ganhar.*

Mas em que pese toda a argumentação dos autores, necessários alguns esclarecimentos a respeito da matéria.

Primeiro, **a Resolução nº 2.933 do CMN, de 28 de fevereiro de 2002**, faculta às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Bacen a realização de operações de derivativos de crédito, nas modalidades, formas e condições estabelecidas pelo Bacen.

Somente podem atuar na qualidade de contraparte receptora do risco de crédito os bancos múltiplos, a Caixa Econômica Federal (CEF), os bancos comerciais, os bancos de investimento, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as sociedades de crédito imobiliário e as sociedades de arrendamento mercantil, estas últimas somente quando o ativo



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

subjacente referir-se a créditos oriundos de operações de arrendamento mercantil (leasing).

Para fins da Resolução 2.933/2002, consideram-se “derivativos de crédito” os contratos onde as partes negociam o risco de crédito de operações, **sem implicar, no ato da contratação, a transferência do ativo subjacente às referidas operações. São “ativos subjacentes” os créditos decorrentes de operações de empréstimo, financiamento ou de arrendamento mercantil, títulos de crédito, valores mobiliários, fianças, avais, derivativos de crédito e outros instrumentos e contratos financeiros ou comerciais sujeitos a risco de crédito, negociados e praticados no mercado doméstico.**

Quanto ao risco de crédito, designa-se “contraparte transferidora de risco” a parte que adquire, por meio de um contrato de derivativo de crédito, o direito de proteção contra um determinado risco de crédito, mediante o pagamento de remuneração pactuada.

Consequentemente, “contraparte receptora de risco” é a parte que assume, através desse mesmo contrato de derivativo de crédito, o risco de crédito referente ao aludido ativo subjacente, comprometendo-se a ressarcir à contraparte transferidora, na ocorrência de determinado evento, o valor pactuado.

O risco de crédito do ativo subjacente deve, necessariamente, ser detido pela contraparte transferidora do risco no momento da contratação, exceto quando se tratar de ativo subjacente regularmente negociado em mercados organizados e cuja formação de preço seja passível de verificação.

Na hipótese de existência em carteira do ativo subjacente, a contraparte transferidora do risco de crédito deve manter à disposição do Bacen registros que atestem a existência do risco desse ativo quando da contratação do derivativo de crédito. **O montante da transferência de risco está limitado ao valor do ativo subjacente.** Durante o prazo de vigência do contrato, é vedada a cessão, alienação ou transferência, direta ou indireta, a qualquer título, do ativo subjacente.

As considerações que passo a fazer tem por objetivo formar a



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

convicção sobre a conduta do Banco Morgan Stanley S/A (MS) com relação ao destino dado a operação firmada com os Fundos [REDACTED] e [REDACTED] (administrados pelo Banco Cruzeiro do Sul, em liquidação extrajudicial), especificamente sobre a legalidade de atos praticados na execução de "Contrato Global de Derivativos", celebrado em 15 de maio de 2012, pelos Fundos [REDACTED] e [REDACTED], através do seu administrador e gestor, Cruzeiro do Sul S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, com o Banco Morgan Stanley S.A., contrato que teve por objeto "a celebração de operações de swap, a termo, e com opções não padronizadas, referenciadas em diversos ativos e/ou índices, bem como operações com derivativos" (pág. 207).

Embora em várias passagens dos autos a evolução das operações e contratos firmados entre as partes litigantes sejam repetidas, entendo salutar trazer para o desenvolvimento dos fundamentos do meu voto a cronologia dos fatos tal como relata o Dr. Marcelo Trindade (pag. 200 e seguintes) :

"As Operações de Derivativos Contratadas e sua legítima finalidade

Os Fundos dos Controladores celebraram com o Banco Morgan Stanley determinadas operações de derivativos referenciados em ações de emissão do Banco Cruzeiro do Sul ("Operações de Derivativos").

As Operações de Derivativos consistiam na outorga de duas opções com o mesmo Preço de Exercício: (a) Opção 1, ou Opção de Compra, conferida aos Fundos dos Controladores, de receber a diferença positiva, caso existente, entre o preço de fechamento das ações na data de exercício da Opção e o preço de exercício previamente estabelecido (R\$ 15,39); e (b) Opção II, ou Opção de Venda, conferida ao Banco Morgan Stanley, de receber a diferença positiva, caso existente, entre o preço de exercício previamente estabelecido (R\$ 15,39) e o preço de fechamento das ações na data de exercício da Opção.

Ambas as Opções tinham como Data de Vencimento o dia 20



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

de maio de 2014, e eram do tipo Européia, isto é, somente poderiam ser exercidas naquela data previamente estabelecida. Além disso, ambas estavam sujeitas a certos eventos de vencimento antecipado.

As Operações de Derivativos foram contratadas simultaneamente à alienação de 8.939.882 ações preferenciais de emissão do Banco Cruzeiro do Sul, feita pelos Acionistas Controladores ao Fundo [REDACTED], que tem como único cotista o Banco Morgan Stanley.

Tal alienação se fazia necessária em razão da necessidade de restabelecimento do percentual mínimo de free float para atendimento Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1 ("Regulamento"), ao qual a o Banco Cruzeiro do Sul havia aderido. Com efeito, desde maio de 2010, o volume de ações de emissão do Banco Cruzeiro do Sul que estava em circulação - isto é, desconsiderando-se as ações detidas pelos Acionistas Controladores -, era inferior a 25% (vinte e cinco por cento), volume mínimo exigido pelo Regulamento.

Por conta disso, os Acionistas Controladores já haviam sido notificados pela Gerência de Acompanhamento de Emissores da BM&FBovespa, a fim de que o volume de ações em circulação fosse sendo gradativamente aumentado, até se restabelecer o percentual mínimo de 25% (vinte e cinco por cento).

Como o prazo estabelecido pela BM&FBovespa não foi cumprido, foi imposta aos Acionistas Controladores uma multa pelo seu descumprimento, sujeitando-se a companhia a uma possível suspensão das negociações de suas ações, na forma do item 8.41, (II), do Regulamento, caso não fosse restabelecido o percentual mínimo de *free float*.

Assim, promoveu-se um leilão de 8.939.882 ações preferenciais de emissão do Banco Cruzeiro do Sul, afinal adquiridas pelo Fundo [REDACTED], que tem como único cotista o Banco Morgan Stanley, tendo sido assim alcançado o *free float* exigido pelo Regulamento, conforme comunicado divulgado ao mercado no dia 18.05.2012.

Considerando que o Banco Morgan Stanley não pretendia ficar



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

exposto aos efeitos patrimoniais positivos ou negativos decorrentes da oscilação de preço das ações de emissão do Banco Cruzeiro do Sul, foram contratadas as Opções de Compra e de Venda, que transferiam aos Fundos Controladores a exposição a tais efeitos econômicos. O preço obtido com a alienação das 8.939.882 ações no leilão foi integralmente convertido em CDB's do próprio Banco Morgan Stanley, e serviram como garantia das obrigações decorrentes das Operações de Derivativos, tendo sido objeto de contratos de cessão fiduciária.

Esta era a estrutura da operação, que atendia aos interesses das partes contratantes, na medida em que, por um lado, restabelecia o percentual mínimo de 25% de ações de emissão do Banco Cruzeiro do Sul em circulação e, por outro lado, retirava do adquirente das ações - o Banco Morgan Stanley, através do Fundo [REDACTED] -, a exposição aos efeitos patrimoniais da oscilação de preço daqueles ativos.“

Para o desenvolvimento do negócio entabulado, valeram-se as partes de operações com instrumentos financeiros derivativos destinadas a *hedge* realizadas pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Bacen, as quais, segundo doutrina e tratados sobre o assunto classificam-se em duas categorias: (I) *hedge* de risco de mercado; ou (II) *hedge* de fluxo de caixa. A palavra “*hedge*” significa proteção e designa um ou mais instrumentos financeiros derivativos com o objetivo de compensar, no todo ou em parte, os riscos decorrentes da exposição às variações no valor de mercado ou no fluxo de caixa de qualquer ativo, passivo, compromisso ou transação futura prevista, registrado contabilmente ou não, ou ainda grupos ou partes desses itens com características similares e cuja resposta ao risco objeto de *hedge* ocorra de modo semelhante. Assim, classificam-se na categoria de *hedge* de risco de mercado os instrumentos financeiros derivativos que se destinem a compensar riscos decorrentes a exposição à variação no valor de mercado do item objeto de *hedge*, e como *hedge* de fluxo de caixa aqueles destinados a compensar variação no fluxo de caixa futuro estimado da instituição

“A estrutura de derivativos para limitar eventuais perdas e



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

ganhos pelo Banco MS decorrentes da detenção das ações do BCSul consistia numa opção de compra para os fundos [REDACTED] e [REDACTED] e numa opção de venda para o [REDACTED], ambas com mesma data de vencimento, 20 de maio de 2014, e mesmo preço de exercício, R\$ 15,39. Ou seja: nessa data, se as ações tivessem valorizado, os Fundos Autores recomprariam do [REDACTED] as ações pelo preço de R\$ 15,39, e se tivessem desvalorizado, o [REDACTED] as revenderia aos Fundos Autores pelo mesmo preço.

Essa relação foi formalizada por meio de dois instrumentos: o Contrato Global de Derivativos, de 15.05.12 (CGD, doc. 4-a), e Confirmação de Operações de Compra e Venda de Opções, de 18.05.2012, sendo uma confirmação para cada Fundo Autor (Confirmações doc. 4-b), em conjunto referidos como Contratos. **O dinheiro que o [REDACTED] pagou pela compra foi imediatamente reaplicado no Morgan, que emitiu CDB's subscritos pelos Fundos Autores e ficou como custo diante dos títulos, como garantia do cumprimento da opção de venda."**

Em outras palavras, em garantia (Garantia) das Operações de Derivativos, os Apelantes investiram os recursos obtidos com a venda das Ações em Certificados de Depósito Bancário (CDB's) do Apelado, que foram cedidos fiduciariamente ao Apelado, nos termos do Instrumento Particular de Garantia Contrato de Cessão Fiduciária Específica(fl.s.443/461).

Tendo em vista que no dia 04 e 05 de Junho daquele ano não houve negociação, eis que o Banco Central SUSPENDEU as operações _ em razão do RAET - Regime de Administração Especial Temporária do Banco Cruzeiro do Sul - o MS declarou o vencimento automático antecipado - por motivo de "interrupção/instabilidade."

CRONOLÓGICO MORGAN STANLEY

Data Arquivo

05/06/2012 Carta Morgan [REDACTED] - 05.06.12 Notifica evento de interrupção/instabilidade e 05/06/2012 Carta Morgan [REDACTED] - 05.06.12 Notifica evento de interrupção/instabilidade e 08/06/2012 Carta Morgan ao [REDACTED] - 08.06.12 Utilização da **garantia de R\$ 77.407.335,65. F**



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

08/06/2012 Carta Morgan ao [REDACTED] - 08.06.12
Utilização da
garantia de R\$ **36.641.337,80**. E 21/06/2012 Carta Bcsul ao Morgan - 21.06.12
Item 1 da página 2: "indícios de que poderia
29/06/2012 Carta Morgan ao Bcsul - 29.06.12 item 2 da página
2 - Morgan "nega os infunda
10/07/2012 Carta LF-LO ao B csul - 10.07.12 Condiciona os
esclarecimentos solicitados a
17/07/2012 Carta LF-LO ao Bcsul - 17.07.12 . . .
Esclarecimentos sobre" free float"
05/08/2012 Memo Trindade Analisa a regularidade das
operações
24/05/012 Inicial Morgan - Padilha Ação movida contra o
Morgan por LF e LO.

Ponto nórdico do debate - e, inclusive objeto de pareceres de renomados juristas Ruy Rosado de Aguiar Júnior (pelos autores) e Nelson Eizirik (pelo réu) se inserē sobre a possibilidade, melhor, legalidade da aplicação de cláusula (11.6), expressamente prevista nos contratos, do vencimento automático das operações de derivativos por força do acontecimento de suspensão das negociações das ações de emissão do Cruzeiro do Sul na BM&Bovespa, ocorrida em 04/06/2012, exigindo a intervenção na referida instituição – conforme RAET (Regime de Administração Especial Temporário).

Se, de um lado, dada a natureza, características das operações, o vencimento previsto para exercer a opção estava previamente definido em 20/05/2014, opção na modalidade europeia que limita seu exercício a data do vencimento, sem sentido o argumento de que o vencimento antecipado não se aplicaria, nos moldes adotados pelo MS, **exclusivamente por conta da suspensão das negociações pelo Banco Central, nos dias 04 e 05 de junho daquele ano, pelo prazo de 180 dias.**

Ora, o MS enviou a notificação do vencimento automático, no



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

dia 05/06 e no dia 08.06.2012, mais duas notificações, dando notícia da excussão das garantias concedidas - as CDB's emitidas pelo Banco Morgan Stanley, e adquiridas pelos Fundos dos Controladores com os recursos oriundos da alienação das 8.939.882 ações do Banco Cruzeiro do Sul 'salientando que tais garantias não teriam sido suficientes para quitação das dívidas então em aberto, remanescendo um débito no valor de R\$ 2.079.455,75 para o Fundo [REDACTED] e R\$ 984.325,00 para o Fundo [REDACTED] ("Notificações de Cobrança do Saldo").

Portanto, não pode haver dúvidas de que o vencimento antecipado ocorreu, de pleno direito, na data em que se verificou o Evento de Interrupção/ Instabilidade, isto é, 04.06.2012.

Nos termos do parecer de Ruy Rosado de Aguiar Junior "O exercício do direito de opção, como é um ato a ser realizado no futuro, está sujeito a acontecimentos futuros, que o inviabilizem, seja por fato superveniente decorrente de nova lei, seja por ato proibitivo da autoridade financeira, seja por fato que tenha alterado substancialmente a base do negócio (no caso, excluída expressamente pelas partes), e assim por diante.

Na hipótese em exame, "o direito do exercício futuro da opção se extinguiu por impossibilidade legal, nos termos do art. 36 da Lei sobre a intervenção e a liquidação extrajudicial de instituições financeiras." (pág. 222).

Se o direito de opção, conforme bem analisado pelo parecerista, em destaque, se extinguiu por fator externo, e não podendo mais dispor dos bens, por efeito necessário da RAET conforme artigo 36 da Lei 6.024/74 que reza : " Os administradores das instituições financeiras em intervenção, em liquidação extrajudicial ou em falência, ficarão com todos os bens indisponíveis, não podendo, por qualquer forma, direta ou indireta, aliená-los ou onerá-los, até a apuração e liquidação final de suas responsabilidades . § 1º A indisponibilidade prevista neste artigo decorre do ato que decretar a intervenção , a liquidação extrajudicial ou a falência, e atinge todos aqueles que tenham estado no exercício das funções nos 12 (doze) meses anteriores ao mesmo ato." - automaticamente ocorreu a liquidação das operações de derivativos.....ressaltando que, ainda com base nos ensinamentos do Ilustre



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Jurista Ruy Rosado de Aguiar Junior.... o comando do § 4º do art. 36 da Lei nº 6.024/1974, ao excluir os bens objeto de contratos de alienação, enumera-os taxativamente, não se aplicando à opção.

Cumpra assinalar que o argumento de que o “modus operandi” para liquidação deveria ser aquele que o contrato disciplina para o exercício da opção no vencimento previsto regularmente, apenas o antecipando para a data em que a intervenção ocorreu, no meu sentir, não se sustenta, pois a **cláusula 11.2 do Contrato Global de Derivativos** (pags. 96 e segs.) explicita a forma que se desenvolverá a liquidação das operações, valendo realçar alguns pontos em prol da legalidade dos atos perpetrados pelo MS em se proteger.

O mercado de derivativos vem adquirindo importância para todos os agentes econômicos que buscam mecanismos de proteção contra riscos de oscilação de preço.

A BOVESPA possui, em sua página na internet, informativo que visa esclarecer os fundamentos para utilização desses mercados.

A operação de derivativos NÃO É UM INVESTIMENTO – ela representa uma expectativa da direção, extensão, duração e mudanças do valor do outro em que serve de referência e, se ainda for entendido como investimento deve ser considerada DE RISCO.

São quatro os tipos de mercados derivativos: a termo; futuros; opções e “swaps”.

No caso em exame as partes firmaram contratos sob a modalidade “swap”, porém, independentemente da modalidade, os compradores e vendedores assumem compromissos de compra e venda respectivamente.

É bem verdade que para os estudiosos a modalidade swap muito se assemelha ao mercado a termo, com características específicas e mais evoluídas, pois trata-se de uma inovação dos últimos anos no mercado financeiro, isto porque o swap pode ser combinado com emissão de título, viabilizar troca da natureza da obrigação do tomador de empréstimo; troca de posição ativa (credora) ou passiva (devedora) em data futura, por isso o MS que adquiriu ações dos Fundos autores, no leilão (137 milhões - cada ação a razão de 12,79), e por meio dos contratos derivativos em exame, as partes, em



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

situação de normalidade exerceriam a opção de compra para os autores (a razão de 15,39) e a opção de venda para MS (a razão de 15,39).

Com o Regime de Administração Especial Temporário (RAET) a suspensão das negociações na Bolsa permitiu automaticamente a liquidação dos contratos, a fim de que o adquirente e credor do valor de (137 milhões) pudesse valer-se de medidas protetoras para impedir mais as perdas.

Neste ponto importante a disposição da cláusula 11.6, que legitima, em razão do vencimento automático, excutir os bens dados em garantia para as obrigações da outra Parte, utilizando os recursos provenientes da excussão da garantia para amortizar ou liquidar qualquer das obrigações a elas devidos pela outra parte, já que a fórmula da cláusula 11.6 implica em VALOR DE REPOSIÇÃO acrescido dos valores eventualmente pagos e devidos pela parte inadimplente à parte inocente/afetada (Cláusula VIII dos CGDs), desta feita, correta a interpretação do jurista Nelson Eizirik (fls. 502), pois, assim expressa referida cláusula:

“11.6. - Valor de Vencimento Antecipado e Valor de Rescisão. As Partes acordam que o Valor de Vencimento Antecipado ou Valor de Rescisão devido em relação às Operações Terminadas (Valor de Vencimento Antecipado ou Valor de Rescisão, conforme o caso) será igual a:

(1) Na ocorrência de um Evento de Inadimplemento ou um Evento de Rescisão em relação ao qual exista somente uma Parte Inocente ou Parte Afetada:

(a) a soma de (i) o Valor de Reposição (calculado, nos termos deste contrato, pelo Agente de Cálculo) de cada uma das Operações Terminadas (cujo resultado expresse um número positivo quando esse Valor de Reposição deva ser recebido pela Parte Inocente, e cujo resultado expresse um número negativo quando a Parte Inocente deva pagar esse valor à Parte Inadimplente ou Parte Afetada); e (ii) Os Valores Não pagos e devidos à Parte Inocente, menos:

(b) os Valores Não Pagos e devidos à Parte Inadimplente. Se o Valor devido resultante for positivo, a Parte Inadimplente



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

ou Parte Afetada pagará à Parte Inocente; se o valor resultante for negativo, a Parte Inocente fará o pagamento integral desse montante à Parte Inadimplente ou Afetada. (...)” (cf. fl. 97 e 412).

A adoção do mecanismo atende exatamente a finalidade de proteção dos derivativos (“hedge”) – proteger o participante do mercado físico de um bem ativo ou ativo contra as variações adversas de taxas, moedas ou preços para minimizar os riscos.

Em 4.6.2012, a Bolsa anunciou a suspensão da negociação das Ações do BCSul em razão do RAET. O item I, 3 e Anexo A das Confirmações estabelecem o vencimento antecipado e automático das Operações de Derivativos pela ocorrência de um Evento de ***Interrupção/Instabilidade***, nos seguintes termos:

I. EVENTOS DE INTERRUPÇÃO/INSTABILIDADE

- (a) Interrupção de Negociação: Aplicável;
- (b) Interrupção no Local de Negociação das Ações:

Aplicável.(fls. 113 e 429)

* * * * *

“Interrupção de Negociação: Significa qualquer suspensão ou limitação imposta à negociação pelo Local de Negociação das Ações, e em decorrência de movimentos no preço acima dos limites permitidos pelo [Local] de Negociação das Ações (i) das Ações, ou (ii) nos contratos de futuros ou opções relacionadas às Ações”.(fl. 122 e 438)

“Interrupção no Local de Negociação das Ações: Significa qualquer evento (que não um Fechamento Antecipado) que interrompa ou impeça (conforme determinado pelo Agente de Cálculo) a capacidade de participantes do mercado em geral de (I) negociar ou obter cotações de mercado das Ações no Local de Negociação das Ações, ou (II) negociar ou obter cotações de mercado dos contratos de futuros ou opções relacionadas às Ações.” (fl. 122 e 438)

O risco de crédito é o risco de que a contraparte na transação



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

não honre sua obrigação nos termos e condições do contrato. Esse crédito está presente nas operações de crédito, que abrangem os empréstimos e financiamentos, e qualquer outra modalidade representada por instrumentos financeiros que estejam no ativo da instituição, seja nas contas patrimoniais, seja nas de compensação.

Ora, na pag. 107, tem-se a disposição 7.4 que diz: *“Por se tratar de um contrato de proteção contra riscos futuros, as Partes ora contratantes declaram ter ciência da chamada inaplicabilidade da teoria da imprevisão, já que as obrigações objeto do presente contrato são contratadas no âmbito do mercado de derivativos e pressupões a sujeição das partes as variações imprevisíveis e aleatórias.”*

Como é reconhecido pela r. Sentença, seguindo os fundamentos trazidos no parecer do Professor Nelson Eizirik, “Na data do evento de vencimento antecipado das Operações de Derivativos, a única informação oficial e confiável acerca do BCSul, vinda do próprio BACEN, era de que o patrimônio líquido do BCSul era zero ou negativo (fls. 127). Nesse contexto, não havia alternativa ao Agente de Cálculo (réu) senão atribuir o valor de R\$ 0,00 para cada ação de emissão do BCSul.”

Por conseguinte, e por tudo mais que dos autos consta, bem andou a sentença de primeiro grau, que, rejeitando a pretensão dos autores, proclamou a força contratual que em hipóteses como a presente, em havendo previsão, e esta previsão não contrariando dispositivos expressos do ordenamento jurídico, deve prevalecer, sob pena de se colocar em risco operações que ditam a mercado financeiro, mais que isso, fragilizam e tornam inseguras relações que irradiam por setores vitais da nossa economia.

A demonstração de que os garantidores dos negócios perpetrados trouxeram problemas e riscos de toda ordem para o mercado financeiro dispensa maior divagação, diante da decretação da liquidação em 14.09.2012, pelo Bacen, atestando o grave comprometimento econômicofinanceiro e violação às regras da Comissão de Valores Mobiliários.

Ainda, no curso do processo, a conduta das partes recorrentes



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

em se socorrerem ao pedido de benefício de gratuidade, exatamente após o provimento judicial de primeiro grau, dando sinais que não suportarão nem os encargos que previamente conhecem para manutenção do processo e seu prolongamento mediante recursos.

Pelo exposto, negaria provimento ao recurso.

LÍGIA ARAÚJO BISOGNI
2ª Juíza



PODER JUDICIÁRIO TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO
ESTADO DE SÃO PAULO



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

VOTO Nº 30180

Apelação nº 1055623-38.2014.8.26.0100

Comarca: São Paulo (32ª Vara Cível do Foro Central Cível)

Apelantes:

e

Apelado: **BANCO MORGAN STANLEY S.A.**

Interessados:

e

DECLARAÇÃO DE VOTO CONDUTOR CONVERGENTE

APELAÇÃO - AÇÃO INDENIZATÓRIA -
PROCEDIMENTO ADOTADO PELO BANCO RÉU DE
ZERAR O VALOR DA AÇÃO E EXECUTIR A GARANTIA
- FALÊNCIA DO BANCO CRUZEIRO DO SUL - AÇÕES
DETIDAS PELOS FUNDOS [REDACTED] E [REDACTED]
CONTROLADOS PELA FAMÍLIA [REDACTED] -
SENTENÇA DE IMPROCEDÊNCIA - RECURSO -
CONTRATO DE DERIVATIVOS - CONFIRMAÇÃO DAS
OPERAÇÕES DE COMPRA E VENDA -
SUPERVENIÊNCIA DO REGIME DE ADMINISTRAÇÃO
ESPECIAL TEMPORÁRIA (RAET) EM RELAÇÃO AO
BANCO CRUZEIRO DO SUL - SUSPENSÃO DOS
PREGÕES - NOTIFICAÇÃO PARA CONFIGURAÇÃO
DA MORA - OPÇÃO EUROPEIA - CÁLCULO DO
VALOR DE REPOSIÇÃO - IMPOSSIBILIDADE -
RETORNO DO PAPEL PARA LIVRE NEGOCIAÇÃO,
DOIS DIAS DEPOIS - PATRIMÔNIO LÍQUIDO
NEGATIVO INSUFICIENTE PARA JUSTIFICAR
QUEBRA DA BOA-FÉ OBJETIVA
E ENORME



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

LESIVIDADE - PREÇO MÉDIO A SER A EQUAÇÃO DO
EQUILÍBRIO - RESTITUIÇÃO EM
DOBRO - DESCABIMENTO -
RECURSO PARCIALMENTE PROVIDO.

Cuida-se de apelo tirado pelos fundos de investimento [REDACTED] e [REDACTED] contra a r. sentença prolatada de fls. 614/620, julgando improcedente a demanda, integrada pelos declaratórios de fls. 624/627, rejeitados (fls. 628).

Alegam ambos os fundos de investimento que o comportamento do banco Morgan Stanley excedeu em muito o previsto nos contratos de derivativos, causando enorme prejuízo aos recorrentes pelo excutir da garantia – cédula de depósito bancário –, buscando incidência do preço de R\$ 7,60, anterior ao regime de administração especial temporária (RAET). Isso porque, logo após o RAET, o papel voltou a ser negociado no mercado acionário ao preço de R\$ 4,40, batendo R\$ 5,00. Visam ambos os fundos integral reforma (fls. 712/733).

O recurso dos interessados pessoas físicas [REDACTED]
[REDACTED] [REDACTED] fora julgado deserto. Sobrevieram



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

declaratórios rejeitados (fls. 929/930 e 973).

Custas de preparo recolhidas (fls. 1015/1016).

Reconsideração do juízo (fls. 1017).

Interesse na conciliação infrutífera (fls. 1021).

Houve remessa.

Feito retirado de pauta (fls. 1040/1041).

É O RELATÓRIO.

A preliminar apresentada pelo banco apelado é inconsistente, uma vez que o preparo fora feito, tempestivamente, pelos fundos de investimento apelantes, razão pela qual a irresignação está a merecer conhecimento.

O recurso enseja parcial provimento.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

A leitura atenta, sob o debruçar do caderno processual e dos pareceres apresentados, além da farta messe probatória, na sua principiologia, permite salientar que nas operações de derivativos — nítido contrato de risco — os controladores adquiriram, por intermédio dos fundos, ações preferenciais, mais de R\$ 8.939.888,00, vindo a opcionar perante o banco Morgan Stanley, pelo valor de R\$ 15,29, estabelecendo cláusula de escala, qual seja, se o papel subisse, o banco réu se encarregaria de pagar a diferença, sendo a verdadeira recíproca.

O apanhamento procedimental reflete operação de risco, quando o banco de investimento adquiriu 8.939.832 ações do Banco Cruzeiro do Sul, de propriedade de fundos de investimento da família [REDACTED]. Essas operações de derivativos emergem com o critério de risco, porém com a outorga recíproca de opções de compra e venda de ações.

Constituiu-se fidúcia consubstanciada em certificado de depósito bancário dos fundos envolvidos nas operações junto ao banco Morgan Stanley. Os critérios de valor de liquidação e reposição partem da premissa do vencimento ordinário ou daquele antecipado, isso porque a instituição requerida reputa



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

tratar-se de compra e venda do tipo europeu, cujas opções somente poderiam ser exercidas na data específica contratada, isto é, 20/05/2014, e de acordo com o preço constante do exercício do respectivo contrato, qual seja, R\$ 15,39 por ação.

Entretanto, não foi assim que se pautou o negócio jurídico entabulado entre as partes, diante da incidência do Decreto-Lei nº 2.321, de 25/02/1987. As causas motivadoras do regime temporário vêm definidas pelo artigo 1º, inclusive mencionando a Lei nº 6024, de 13/03/1974, no seu artigo 2º. Cabe mencionar que o Diploma 2.321/87, completando 30 anos de vigência, em seu artigo 2º colocou em evidência o seguinte: “a *decretação da administração especial temporária **não afetará o curso regular dos negócios da entidade nem seu normal funcionamento** e produzirá de imediato a perda do mandato dos administradores e membros do Conselho Fiscal da instituição.*”

Existem opções negociadas sobre elevada gama

de ativos e bens, como ações de uma empresa, índices de preços, contratos futuros, títulos do Tesouro e mercadorias. Referidas opções são negociadas tanto em bolsa quanto no balcão. Na perspectiva detalhada do negócio contratual, saltam aos olhos três



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

aspectos relevantes, todos eles vinculados à interpretação que o banco réu implementou, para valor de reposição, mediante acerto colimando cálculo baseado na suspensão da negociação das ações, o preço de zero reais por ação.

Ato contínuo, o banco Morgan Stanley notificou os devedores solidários para constituição em mora, e do total da operação retratando R\$ 137.584.783,98, em maio de 2012, precisamente no dia 08, o banco apelado discutiu as cédulas de crédito bancário dadas em garantia, pela soma de R\$ 114.048.673,45.

A questão fundamental consiste em saber se, uma vez decretado o regime de administração especial temporária junto ao banco Cruzeiro do Sul, teria o banco réu o poder-faculdade de executar a garantia, notificar os responsáveis e declarar o vencimento antecipado no negócio contratual.

Consabido que o regime de administração especial temporária está sob a disciplina do Decreto-Lei nº 2.321/87, o qual estabelece o regime de saneamento propriamente dito, sem deixar de incidir também a Lei nº 6.024/74. É princípio assente que



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

determinado regime, por si só, não implica no estado de insolvência, preservando a relação dos credores e devedores. Adotada essa lógica, tanto os compromissos de terceiros com a instituição, mas também as suas dívidas, permanecem no vencimento dos prazos originalmente contratados.

Nessa linha de raciocínio, e bem analisados os contratos de derivativos e as regras pactuadas entre as partes interessadas, equivocou-se o banco réu ao aplicar o princípio do vencimento antecipado pelo simples fato de provisória e transitória situação de iliquidez, por força da suspensão dos negócios com as ações do Banco Cruzeiro do Sul S/A.

Em que pese o ilustrado parecer do douto Professor Nelson Eizirik (fls. 473/520), devem prevalecer os estudos formulados pelo jurista Ruy Rosado de Aguiar Júnior e também pela banca Renato Cordeiro e João Accioly (fls. 134/153 e 207/233), com algumas precisões terminológicas e vertentes para o correto elemento da força obrigatória dos contratos e da maneira pela qual se poderia cogitar de um valor bursátil para fins de liquidação da posição opcionada.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Não se desconhece que naquele momento, pelas informações e demais subsídios, o Banco Cruzeiro do Sul, sob o regime do RAET, enfrentava sérias dificuldades financeiras, exigindo do banco apelado cautelas e providências para que não viesse a ter um prejuízo único e exclusivo. Nada obstante, fica bastante transparente e ressoa inequívoca a indisponibilidade de bens dos administradores e controladores. Assim, se ambos os fundos de investimentos estavam sob o controle dos irmãos titulares das ações, via reflexa a indisponibilidade de bens se impunha.

Radiografada assim essa dinâmica, no mínimo, o banco réu, para fugir do concurso de credores e — mais grave ainda — preterir a massa de todos eles, adiantou-se, antecipando de maneira açodada, zerando o valor do papel e notificando os responsáveis para que pagassem quando sequer poderiam fazê-lo, em razão da indisponibilidade patrimonial e dos efeitos da Lei nº 6.024/74.

Na didática do mercado e na inserção do apreçamento de opções, poderíamos distinguir o modelo binomial e o modelo Black & Scholes. Esse último é por demais conhecido em termos de opções: reflete os limites máximo e mínimo do prêmio de



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

uma opção com o exame probabilístico dos efeitos associados para um conjunto de variáveis – preço do ativo-objeto, preço de exercício, tempo até o vencimento, volatilidade e taxa de juros. O modelo Black & Scholes hospeda-se no conceito de arbitragem, tendo sido desenvolvido mediante diversos pressupostos intercalados numa plataforma de interface levando em conta a duração do tempo, taxa de juros, não pagamento de dividendos, vendas a descoberto, operações contínuas junto ao mercado, inexistência de custo de transação e falta de disciplina da arbitragem. O mercado é arbitrado instantaneamente, sendo os ativos-objetos todos perfeitamente divisíveis.

A opção europeia, denominada pelo banco requerido, levaria em conta tão somente o exercício previsto e planejado para a respectiva data contratada, isto é, 20/05/2014, tomando por base o valor adotado na operação, de R\$ 15,39 por ação.

Não há dúvida alguma no sentido de que, com o regime de administração especial temporária, as especulações e demais informações formaram um conjunto de subsídios na variante da diminuição do preço, inclusive pelo elevado valor de



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

endividamento da instituição financeira. No entanto, uma coisa é o apreçamento de opções e outro é o apressamento revestido do comportamento açodado da instituição financeira, ao pressentir que poderia elevar sua margem de risco e, em detrimento do regime vigente, em prejuízo da massa de credores, opcionou excutir a garantia por R\$ 114.048.673,45.

Na ótica do modelo binomial, baseada nos estudos de Cox, Ross e Rubinstein, existiria uma metodologia de parcimônia na distinção de apreçar opções europeias e americanas. Adotado esse modelo a cada período, o preço do ativo pode apresentar movimento de alta (*up*) ou de baixa (*down*). Permite-se a construção de uma árvore binomial, na qual o preço do ativo caminha por diferentes direções ao longo da vida da opção.

Escalonada assim a matéria estudada, evidentemente, o Banco Central poderia decretar a intervenção ou o RAET, visando este último normalizar a situação e também preservar o sistema financeiro nacional, de acordo com os Diplomas nº 6.024/74 e 9.447/97.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

No caso do regime de administração especial temporária, instituído pelo Decreto-Lei nº 2.321/87, sua incidência ocorre quando há prática reiterada de operações contrárias às diretrizes de política econômica ou financeira, passivo descoberto, gestão temerária ou fraudulenta, ao passo que a decretação da intervenção irradiada pela Lei nº 6.024/74 indica a impossibilidade do saneamento financeiro, como no caso analisado, deflagrando-se insolvência pela decretação da quebra do banco.

Os pareceres coligidos pelos fundos apelantes definem fortes argumentos no sentido de se chegar à precificação de R\$ 7,60, sob os reflexos do regime de administração temporária, a incidência da Lei nº 6.024/74 e a inoportunidade e total impossibilidade de servir a garantia como reserva única de natureza monetária para que o credor albergasse o pressuposto de regular vencimento na opção europeia e se valesse do certificado de depósito bancário única e exclusivamente para se pagar.

Ao contrário daquilo mencionado pelo juízo sentenciante, sequer em tese o banco réu fez uso de forma adequada e correta do valor do papel, quebrando a isonomia entre as partes e



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

a boa-fé, e sistematicamente desenhando um modelo de completa lesividade.

Incontroverso no procedimento, pois, que o zeramento do preço dos papéis, em tão curto intervalo de tempo, num espaço decorrente de fato superveniente – qual seja, o regime de administração especial temporária – não impediu que na reabertura do pregão as ações do Banco Cruzeiro do Sul fossem renegociadas.

Analogamente ao previsto na Lei nº 11.101/05, quando determinada empresa entra no regime de recuperação judicial, mesmo assim seus papéis, ainda que permaneçam segregados, continuam em livre negociação. Vejamos os exemplos do Grupo X, da concessionária de telefonia Oi e de outras macroempresas, as quais se socorreram da recuperação judicial e não tiveram suas ações bloqueadas, paralisadas ou com solução de continuidade, nada obstante a sinalização de um forte redutor em atenção ao grau de inadimplemento.

Na lição de Francesco Galgano (*Trattato di Diritto Civile*, 3ª ed., III volume, Wolters Kluwer CEDAM, 2015), a expressão “responsabilidade contratual” é realmente utilizada para indicar não



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

apenas a responsabilidade pelo inadimplemento da obrigação nascida do contrato, mas também cada faceta da responsabilidade diversa da responsabilidade pelo fato ilícito, derivando do inadimplemento da obrigação ou nascida de outros atos ou fatos normativos.

Cabe indagar se haveria o inadimplemento absoluto, em razão do regime de administração especial temporária, ou relativo. Isso porque o próprio nome “administração temporária” se refere ao fato de que, se a operação lograsse êxito, não haveria convolação em quebra.

Contudo, a seu bem-talante e amparado na garantia que estava na sua posse, sem nenhuma preocupação com a massa de credores, indisponibilidade de bens dos administradores ou a imprescindibilidade de ter que habilitar seu crédito, o experiente banco internacional de investimentos, há mais de 20 anos no Brasil, optou pelo caminho mais fácil, sem sair de sua zona de conforto, na modalidade de excutir a garantia, sobrevivendo mínimo prejuízo em atenção ao conjunto da aplicação totalizada.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Na mesma dicção de Galgano (*op. cit.*, volume II), estamos diante de típica hipótese de reconhecimento de um erro. É um princípio central, de relevante importância, a demonstrar que a interpretação da norma imputa má-fé ao contraente pela anulação do contrato, minando a segurança, cuidando-se de erro essencial que não pode ser relevado, estando vinculado ao contrato, porquanto aquele que negocia pouco tempo antes os papéis dos fundos, titulado pela família dos controladores, ao preço de R\$ 15,39 por ação, não poderá, no melhor exercício de futurologia, compreender e prever — teoria da previsibilidade — que o banco réu tornará pó, liquidando com base em operação de tipo europeu ao valor do zeramento, a pretexto de que, em curto período, as ações do Banco Cruzeiro do Sul, por estarem temporariamente suspensas, não foram negociadas no pregão da Bovespa.

Bem definida assim essa circunstância, e com olhos voltados ao parecer ao parecer do renomado especialista Professor Nelson Eizirik, não convence o acerto da boa-fé do agente de cálculo, não sendo legítimo e razoável reduzir a zero o valor, cujo único e exclusivo fundamento seria ***não existir na data do vencimento antecipado mercado ou preço para as ações do emissor, disponível junto à B3.*** Esse raciocínio se baseia em



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

premissa equivocada, isso porque a suspensão da negociação não quer significar falta de precificação; tanto assim que, dias depois, ao ser reaberto o pregão, o preço cotado fora de R\$, 4,40, atingindo o valor máximo de R\$ 5,00.

Bem refletidos os elementos capeados no procedimento, se de um lado o comportamento abraçado pelo banco réu fora tomado de surpresa, em posição absolutamente destinada à quebra da isonomia, projetando lesividade, no que respeita à posição dos fundos, de forma semelhante, também não se explica ou justifica a intenção de obter o preço do papel correspondente às vésperas da inserção no regime de administração especial temporária.

Não importa se tratar de opção europeia ou americana, modelo binomial ou outro diverso. O que se realiza é, pura e simplesmente, uma interpretação capaz de obter o justo preço do valor, descortinando o equilíbrio sem abalar as relações entre as partes. Isso porque, a se defender a tese do banco réu, todo o risco cairia sobre os ombros dos fundos de investimento; ao obter uma fidúcia, sem aguardar qualquer definição de reabertura do papel no



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

pregão, comodamente executou a garantia, reduzindo drasticamente a sua posição em relação ao contrato de derivativos.

E aqui comporta desmistificar qualquer imputação de simulação ou interesse avantajado, isso porque se o banco Cruzeiro do Sul remanesce em estado de insolvência _ sua quebra fora decretada _, não nos é possível admitir, sequer em tese, que o banco internacional Morgan Stanley fosse cooptado para celebrar operação vultosa, de quase R\$ 140 milhões.

Evidentemente, quando se realizam operações desse porte, os bancos de investimentos internacionais possuem informações as mais pormenorizadas possíveis, dentro de seu grau de profissionalismo e implementação de operações societárias das mais diversas naturezas. É bastante comum encontrarmos o banco Morgan Stanley em operações de fusão, cisão e incorporação e abertura de capital _ enfim, sempre em negócios vultosos _, e no caso assente, apesar do pouco intervalo decorrido entre a contratação e o respectivo estado deflagrado de administração provisória, alista-se ao raciocínio a indisponibilidade dos patrimônios



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

dos administradores, a submissão ao regime afeto à massa de credores.

E aqui não interessa saber se o prejuízo provocado fora de milhões ou bilhões, mas sim do coeficiente de rateio entre os credores, observado o grau de preferência, a fim de que apenas um deles não se sobreponha aos demais.

Não se coaduna a precificação feita pelo banco réu, e o informe do rombo levou em conta apenas o patrimônio líquido negativo associado à ideia dos derivativos, sendo mera ilação, simples presunção, no sentido de que o preço da ação valeria zero.

Repensada a questão sob todos os ângulos expostos, a situação do mercado de derivativos e suas características, limites de risco intradiário concentrado ou pulverizado referente aos preços praticados, levando ainda em conta o *hedge* (fidúcia), exame da alavancagem, roteiro da especulação ou ainda o dinamismo da arbitragem, representando proveito entre a diferença de preços de um mesmo produto, ativo negociado em mercados diferentes, se o banco réu malformatou a operação dentro de um conteúdo maior de risco, não seria baseado num único aspecto _



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

aquele do regime especial – que poderia o apelado considerar nas suas circunstâncias específicas o valor de reposição pela opção europeia, a preço zero.

Evidentemente não existem ingênuos nesse mercado, formado por especuladores à cata do fornecimento do capital indispensável e absorção das mudanças em relação aos preços dos papéis. Clara e definitivamente, o banco réu agiu sem transparência e com total ineficiência ao considerar o inadimplemento absoluto, notificando para fins da caracterização da mora e liquidando a garantia, cédulas de crédito bancário pelo valor de face de R\$ 114.048.673,45.

Feita essa análise central, perifericamente, por mais paradoxal que se pudesse representar, a bilateralidade contratual fora enormemente desconsiderada, até de maneira lesiva, pelo banco Morgan Stanley, ao colocar preço de zeração nas opções e resolver unilateralmente excutir a garantia, autopagando-se na quase totalidade do valor, sobrando um saldo remanescente pelo qual inequivocamente não perseguiu qualquer interesse, até em virtude do estado falimentar, de cobrá-lo.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Bem analisados os prospectos que catalogam os procedimentos de operações de derivativos e os respectivos apêndices ao contrato global, suas cláusulas e condições, partes afetáveis e eventos de inadimplemento, tem-se que o banco requerido, ao pressupor avançada e prematuramente que o papel já perdera valor substancial, mesmo assim em hipótese alguma poderia, a seu bel-talante, liquidar a posição e excutir a garantia cédula de depósito bancário para realizar em seu favor o pagamento em detrimento da parte contrária, dos controladores e, fundamentalmente, da massa falida, constituída em virtude do estado falimentar contemporâneo.

O valor de reposição precificado pelo banco jamais poderia ter sido aceito, uma vez que fora baseado em premissa equivocada, tornando pó o valor mercadológico bursátil, sem qualquer respaldo ou amparo legal.

E se considerarmos que os bens dos administradores ao tempo do RAET permaneceriam bloqueados e indisponíveis, repercussão traria o reflexo inexcedível a abranger o contrato de opção, na dicção da Lei nº 6.024/74. O exercício dessa



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

opção, mediante interpretação de vencimento antecipado, por certo alcançou a respectiva garantia titulada para subsumir o contrato de derivativos, violando o artigo 33 do respectivo Diploma Normativo.

Dentro desse contexto revelado, os fundos de investimento, verdadeiros condomínios, foram esmagados e se quebrou o princípio da boa-fé objetiva, cuja principal sinalização diz respeito à verificação da verdadeira precificação da liquidação.

Bem compreendida a espécie, zerar o valor simplesmente por causa do regime especial decretado pelo Banco Central, tornando pó a posição dos fundos de investimento, jamais poderia convencer quando, dias depois, a ação continuou a ser negociada no pregão pelo valor de R\$ 4,40, atingindo R\$ 5,00.

Esse valor de reposição atribuído pelo banco requerido, nada mais, nada menos, excluiu o risco, tornou parte prevalente, relativizou cláusulas e condições do contrato, flexibilizando-se em seu favor e, mais grave ainda, abocanhando a garantia, a qual naquela oportunidade teria o viés de indisponibilidade.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Aos 06/06/2012, quando os papéis voltaram a ser negociados junto à Bovespa, o pregão oscilou entre R\$ 4,00 e R\$ 10,00, chegando a atingir o valor de R\$ 5,00, terminando cotada a R\$ 4,40.

Efetivamente, naquelas condições ainda de opacidade sobre o verdadeiro e real estado de insolvabilidade, a instituição financeira, independentemente desses fatores, em hipótese alguma poderia ser feito o zeramento em total prejuízo aos fundos de investimento e seus controladores, o que demonstrou falta de boa-fé da instituição requerida; isso porque, no mínimo, deveria ter aguardado alguns dias, e então até teria a perspectiva de negociar aquele lote de ações.

Naturalmente, jogar aquele lote naquele momento poderia representar ainda mais oscilações e preocupações até pelo próprio xerife do mercado – no caso, a Comissão de Valores Mobiliários. Porém, se tratava de operação de risco hospedada em opções, e a instituição financeira requerida nada mais fez do que sintonizar seus interesses e comungar propriamente da garantia para minimizar ao máximo seu prejuízo e transferi-lo para os fundos.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Não se pode, portanto, regrado pelo mercado de derivativos, pelas disciplinas específicas, peculiaridade e especificidade, alavancagem, especulação e até a natural característica de proteção por meio de operação de *hedging*, consubstanciar que o banco requerido teria fundamento para considerar zero o preço do papel e, conseqüentemente, lançar mão da garantia como fator preponderante para romper as bases essenciais do negócio jurídico contratual.

É indubitoso que, ao negociar o papel ao valor de R\$ 15,39, haveria uma cláusula escalonada de repartição de risco livremente e universalmente aceita; inclusive fora aplicada uma taxa de desconto por 252 dias, alcançando no vencimento R\$ 13,10.

Segundo os juristas Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik (*Estudos de Direito Empresarial*, São Paulo, Saraiva, 2010), a matéria de opção de compra de ações veio a ser disciplinada na praxe americana, de forma a incentivar ou premiar o respectivo outorgado, permeando vinculações de caráter contraprestacional.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Não se discute que a opção de compra de ações tem uma função de engajamento dentro da companhia, aquilatada ao resultado da lucratividade e da consequente valorização das ações junto ao mercado. Pode se tornar uma prática estratégica, em muitos modelos corporativos de sociedades anônimas, de acordo com a doutrina de Michael P. Dooley (*Fundamentals of Corporation Law*, New York, Foundation Press, 1995, p. 168). A opção gera uma manifestação de vontade exclusiva do outorgado, como bem assinalado por Fábio Konder Comparato (*Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1981, pp. 177/178).

No caso analisado, a opção propriamente dita se refere ao contrato de derivativos estipulado entre os fundos e o banco estrangeiro, com prazo de vencimento certo e determinado, havendo uma expectativa de direito e cabendo analisar, à luz do ordenamento jurídico, se a interpretação feita pelo banco requerido, de vencimento antecipado, praticando precificação zero, teria sido a mais adequada à solução do impasse.

O instrumento ou produto derivativo simplifica o



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

contrato ou título conversível, cujo valor depende total ou parcialmente de outro instrumento financeiro, dependendo de componentes que terão o condão de precificar o valor bursátil em determinado período. Cabe considerar se a empresa requerida aplicou corretamente, diante do contrato formulado e do termo ajustado, a data de vencimento antecipado (*early termination date*).

Afirmam Gary L. Gastineau e Mark P. Kritzman (*Dicionário de Administração de Risco Financeiro*, São Paulo, Bolsa de Mercadorias e Futuros, 1999) que o vencimento considerado antecipado representa a data em que são calculadas as obrigações finais das partes de um contrato de administração de risco, no caso de inadimplemento.

As opções rastreadas nos derivativos seguem um grau de risco, maior ou menor, e na análise de Maurício Hissa (*Investindo em Ações*, Rio de Janeiro, Elsevier Campus, 2007), as opções são instrumentos derivativos: ficam ligadas ao ativo subjacente, podendo envolver um contrato ou mesmo se revestir de uma garantia caracterizada pelo *hedge*.

Não se pode, pois, sequer em tese afirmar que o



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

banco réu seria inexperiente, fora induzido a erro ou prejudicado pela conduta de má-fé de ambos os fundos controlados pela família [REDACTED], ainda que haja proximidade entre a operação e o momento da decretação do regime de administração especial temporária.

Basta, para espancar qualquer dúvida, declinar que no segundo trimestre de 2017 o banco Morgan Stanley obteve lucro líquido de R\$ 1,76 bilhão, correspondendo a R\$ 0,87 por ação, tipificando alta de 16% se comparado com o mesmo período do ano passado.

É evidente que a instituição financeira ré ostenta amplo *savoir faire*, *knowledge*, *background* e completo profissionalismo formado pelo corpo técnico que a assessora, de tal modo que, se apostou no risco e não quer ter qualquer prejuízo, a sua posição é no mínimo lesiva e marcantemente danosa à massa falida do Banco Cruzeiro do Sul.

Explica-se o raciocínio. Ao zerar a posição acionária e retirar a garantia para efeito de execução, os fundos controlados pela família [REDACTED] perderam a capacidade de



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

reverter em prol da arrecadação da massa vultosa soma, a qual seria suficiente e matematicamente eficiente para pagamento de credores.

Seguramente, essa operação de risco, considerada exótica no mercado, a par de lesar diretamente os fundos, indiretamente trouxe rombo de grande proporção em detrimento dos credores da massa falida, o que poderá diluir seu impacto mediante a solução preconizada de se adotar o preço médio, fórmula que equaciona esse desnivelamento e completa assimetria.

Forte nesse modelo, se tomarmos o valor do papel às vésperas do regime de administração especial temporária, teremos o seu preço maior de R\$ 7,60, e com a reabertura do pregão, seu menor valor, negociado a R\$ 4,40. A soma entre ambos projetará, pois, a soma média de R\$ 6,00 por ação, e não de zero, como intencionalmente o banco resolveu, *sponte sua* e também *sponte propria*, liquidar a posição.

A opção europeia tem um direito que só poderá ser exercido na data de exercício, conforme defendido pela instituição financeira requerida.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Examinados esses elementos que formam importante subsídio para os componentes do preço da opção, pode se revestir de um valor intrínseco, o valor do tempo ou uma combinação de ambos.

Didática e fundamentalmente, pelo que se verifica da contratação entabulada entre as partes e seus aditivos, a empresa requerida pressupôs vencimento antecipado, levando na sua formulação os informes decorrentes do regime de administração especial temporária, a questão da insolvência da casa bancária e ainda a suspensão do pregão com as ações do Banco Cruzeiro do Sul. No entanto, pelo documento firmado aos 15/05/2012, a instituição financeira ré não poderia praticar o vencimento antecipado mediante exercício de mera cogitação do estado de insolvência, confundindo-o com a transitória iliquidez da negociação do papel.

Teria havido assim uma falha do banco requerido, em termos de pleno conhecimento da informação da exposição ao risco concernente às aplicações em fundos derivativos.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

O estado de má administração da instituição financeira, submetida ao regime de administração especial temporária, por si só não autorizava concluir que, pelo simples fato de inexistir negociação do papel por período curto, seu valor seria automaticamente zerado, podendo exercer a garantia e se pagar conforme o título realizado pela via do certificado de depósito bancário. Naquele estágio específico e precípuo do RAET – cabe registrar – os bens dos administradores-controladores estariam indisponíveis, significando que o excutir da garantia, além de ser prejudicial e danoso aos fundos controlados pelos irmãos [REDACTED], revelou ainda dano à massa de credores e diretamente à massa falida do Banco Cruzeiro do Sul.

Consubstanciou-se, por assim dizer, comportamento abusivo praticado pelo banco requerido, em três modalidades: a primeira, de simples interpretação pelo RAET do estado de insolvência do banco; a segunda, da inconveniente prática de precificação do valor zero; e finalmente, mas não menos importante, o exercício de opção sobre bens indisponíveis (artigo 36 da Lei nº 6.024/74), violando frontalmente a garantia dos demais credores da universalidade.



Isso porque o banco credor somente poderia habilitar seu crédito, e não, conforme implementou, a execução da garantia de modo extrajudicial, para recebimento da quase totalidade do seu crédito.

Os denominados produtos exóticos, com alta carga tóxica, podem ser traduzidos em opções compostas, em opções não padronizadas naquelas dependentes da trajetória (*payoffs*) e também naquelas multivariadas.

Ao agir dessa maneira, de forma açodada e precipitada, a instituição financeira requerida tornou a opção pulverizada, sem expressão econômica alguma. Em outras palavras, a opção virou pó, e isso simplesmente motivado pelo fato de que dispunha de uma robusta e substancial garantia, a qual executou sem antes verificar que, quando da reabertura do pregão, o preço da ação do extinto Banco Cruzeiro do Sul efetivamente oscilava a partir de R\$ 4,40, batendo R\$ 5,00 no pregão, o que demole definitivamente a situação de não levar em conta essa realidade.

A distinção entre a opção de vencimento na data



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

e a opção de liquidação antes do vencimento é que nesta as partes informam no número do contrato a ser liquidado e a quantidade de contratos a ser exercida. No caso telado, pelo apanhamento de todos os elementos consubstanciados no contrato global de derivativos e pela confirmação de operações de compra e venda de opções, o fato propalado imprevisto – qual seja, a disciplina do órgão regulador na implementação do regime de administração especial temporária do Banco Cruzeiro do Sul, cuja falência fora decretada – a temporária suspensão das negociações dos papéis, de forma alguma, poderia implicar na interpretação do zeramento do valor e execução das garantias (cédulas de crédito bancário). No particular catalogado, pela fórmula prevista baseada na cláusula XI, no tocante ao cálculo do valor de reposição, teríamos o vencimento antecipado proveniente de um evento de inadimplemento ou reportado à rescisão das operações de derivativos.

A existência de patrimônio líquido negativo traça a distinção entre a parte boa e a ruim das instituições financeiras, desde o período do exitoso Proer, alienando-se a parte lucrativa para as demais instituições financeiras. Porém, isso significa dizer que ainda existia algo tangível, de valor de mercado, não considerado



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

pelo banco réu ao tempo da liquidação antecipada da opção europeia.

Coube ao [REDACTED] Fundos de Investimento Multimercado, cujo único cotista é o banco Morgan Stanley, o correspondente a 8.939.882 ações emitidas pelo banco Cruzeiro do Sul pelo valor de mercado, negócio esse que alcançou a importância de R\$ 137.583.783,98. Foram contratadas opções cruzadas de compra e venda, sinalizando assim uma espécie de *hedge* em atenção às prováveis variáveis de mercado e às súbitas transformações nos preços das ações. Naturalmente, o banco réu tinha opção de venda, com data de vencimento estipulada para o

dia 20/04/2014, implicando no pagamento da diferença entre aquele preço pactuado de R\$ 15,39 por ação e aquele no dia do respectivo vencimento. De seu turno, o banco Morgan Stanley conferiu opção de compra com vencimento no dia 20/04/2014, cujos fundos poderiam, hipoteticamente, auferir a diferença positiva em relação à subida no preço do papel e aquele do arbitramento do seu exercício, de R\$ 15,39.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Nada obstante, com a decretação do RAET, aos 04/06/2012, a Bovespa (atual B3) realizou o denominado *circuit breaker*, determinando a suspensão da negociação do papel do Banco Cruzeiro do Sul S/A. E por compreender tratar-se de opção europeia, o banco réu notificou os fundos para interpretar nessa provisoriedade o vencimento antecipado, zerando o valor das ações e cobrando a garantia por meio de execução para obter a soma de R\$ 117.112.673,45, destacando ainda saldo remanescente não exigido ao importe de R\$ 3.063.780,75.

Importante ainda ponderar que a utilização de opções flexíveis constitui *hedge* de posições exposta ao risco, mas com a facilidade da escolha dos parâmetros, dentre os quais a data de vencimento, cobertura da margem de garantias pelas partes e deferimento do prêmio, e por tantas opções flexíveis não possuem a rigidez que as negociadas no mercado listado adquirem.

Notadamente, ambas as partes em litígio, ao se valerem dos derivativos, sabiam de antemão do risco abraçado, tanto da valorização do papel quanto, e principalmente, da sua desvalorização.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Baseado nesse ângulo de visão, estaria em cogitação o preço futuro de um índice de ações correspondente ao valor de um índice de mercado em determinada data; daí não se pode reputar legal, válida e regular a posição da instituição financeira requerida de comodamente antecipar o vencimento, notificar para a caracterização da mora e executar as garantias.

A experiente e internacional entidade financeira ré, há mais de 20 anos no Brasil, revestida de alto profissionalismo técnico, participando de dezenas de operações estruturadas — abertura de capital, fusão, cisão, incorporação, emissão de debêntures — em hipótese alguma poderia, às vésperas do regime de administração especial temporário, afirmar que os controladores do extinto Banco Cruzeiro do Sul, agindo com opacidade e reserva mental, teriam por pressuposto a lesividade e a quebra da boa-fé objetiva. Não nos parece, depurado todo o quadro probatório, permeado pelos demais informes e aglutinados os pareceres dos ilustres juristas, pudesse o banco réu operar em condições de desequilíbrio ou ilaqueado na sua boa-fé por manobras dos controladores do banco falido.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Intencionava a instituição financeira requerida, naquela oportunidade, com o contrato de derivativos, monitorar o mínimo de risco e rastrear o máximo de lucro, para efeito de obter ganho junto ao mercado, revestida da garantia do certificado de depósito bancário por ela excutida, tão logo fora informada pelo mercado a respeito do comportamento do Banco Central do Brasil, disciplinando o regime de administração provisória.

Secundado pelo aspecto categórico da messe probatória desenhada, o RAET não consubstanciou hipótese de antecipado vencimento das operações de derivativos, tanto assim que o funcionamento da instituição financeira sucedeu, ainda que com o afastamento dos seus administradores, até o momento em que houve a convolação do procedimento em quebra. E se não existiu vencimento antecipado, da mesma forma não se aplica a definição de insolvência para autorizar o banco requerido a liquidação antecipada da operação.

Na vertente da cláusula XI do CGDS, contemplando clara situação do vencimento antecipado das operações dos derivativos, nela iremos encontrar a fórmula definida. Dessarte, teríamos o valor do vencimento antecipado ou o



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

valor de rescisão igual ao valor de reposição, mais valores não pagos e devidos à parte inadimplente, hospedados nesse argumento entabulado entre as partes para se chegar ao denominador comum do valor do fundo de recomposição, ao contrário da premissa do valor de liquidação.

Não há de se falar, pois, que a simples transitoriedade do regime de administração especial temporária pudesse aflorar quadro de insolvência ou de vencimento antecipado, e sim de simples interrupção da negociação dos papéis pela má administração praticada e constatada.

Não se acolhe o argumento autoral baseado no valor às vésperas do RAET, de R\$ 7,60, porquanto logo após, aos 06/06/2012, na abertura do pregão, houve uma oscilação do papel em torno de 10%, atingindo R\$ 4,40.

O RAET representa nada mais nada menos que o saneamento profissional do esqueleto da instituição financeira para que outras interessadas possam adquirir seus ativos, por se tratar de verdadeiro grupo econômico. Nessa interface, notícias revelam que muitos bancos que foram para a disciplina do regime de



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

administração especial temporária vieram a ser adquiridos por outros grupos econômicos financeiros, por valores de face exuberantes, o que infirma a tese do banco requerido a respeito do conteúdo e significado do patrimônio líquido negativo.

Calcula-se, por tal caminho, um preço médio entre o valor máximo e mínimo praticados, para que se possa definir aquele justo, padronizado, a ser adotado na solução do caso concreto.

Não nos convence o argumento lançado pelo ilustre parecerista Nelson Eizirik a respeito da interpretação da cláusula 11.5, no sentido do vencimento antecipado em razão da suspensão das negociações com as ações do banco, de forma automática e imediata, no próprio dia 04/06/2012. Não poderia, aprisionado e apressado em informações desconstruídas, realizar os cálculos e fazer prevalecer unilateralmente a cláusula 11.8, haja vista que a suspensão temporária provisória das negociações não teria, como nunca teve, o condão de apresentar repercussão de zeramento do papel.

Pensou exclusivamente o banco requerido em



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

prevalecer sua vontade, absorvendo todo e qualquer prejuízo, visando integral indenização pela garantia, com total desrespeito à operação de derivativos e com manifesto prejuízo aos fundos controlados pelos irmãos [REDACTED].

Bem por tudo isso, e na dialeticidade do funcionamento do mercado de capitais, e ainda sob o regime do RAET, não poderia impressionar o experiente banco estrangeiro que a existência de um rombo bilionário precificaria em zero o papel, circunstâncias que somente estariam integralmente formatadas a partir do decreto falimentar daquela casa bancária.

A equação do preço zero, correspondente ao patrimônio líquido com valor negativo, não encontra primacialmente qualquer regra prevista contratualmente, isso porque o banco apelado traz muito mais comprometimento pelas informações e notícias peculiares ao RAET do que vislumbra em atenção ao seu próprio comportamento, de todo lesivo, no relacionamento com os fundos de investimento.

Não é correto ainda o raciocínio no sentido de



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

que a precificação diferente de zero das ações causaria enriquecimento sem causa dos fundos controladores, em detrimento do banco réu.

O envolvimento e relacionamento entre as partes litigiosas, a par da lucratividade buscada, também pressupõe a eticidade e outros elementos que não levassem ao total prejuízo dos fundos de investimento e que, pela liquidação antecipada, se autopagasse a instituição financeira ré.

Didaticamente, e de forma concreta e materializada, o comportamento praticado pelo banco requerido, de reputar o valor do papel em zero naquele instante, não teria qualquer legitimidade pela parte vulnerável, parte culpada ou vencimento antecipado, ainda que se considerasse a opção do tipo europeu.

Forte nesse argumento, a instabilidade momentânea pela qual atravessou o banco, corroborada pela suspensão da negociação dos papéis em bolsa, não poderia ser interpretada naquele estágio de turbulência como vencimento antecipado automático.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Deveras o papel voltou a circular, ainda que oscilando, porém estava precificado. A forma de se comportar do banco requerido não agregou valor de reposição, mas, de forma unilateral, sem respeitar o regime temporário decretado pelo Banco Central e a indisponibilidade dos bens, conferiu-se o direito de excutir as garantias com total liberdade, mas num panorama de anormalidade e ilegalidade.

Referido vencimento antecipado automático das opções ao menos não ficou configurado, até porque, conforme destacado, o Banco Central optou pelo regime especial temporário e não pela intervenção.

E as informações transmitidas junto ao mercado também não poderiam servir de estímulo ou amparar a conduta do banco requerido no propósito de estabelecer o vencimento unilateral automático, procedendo à notificação e realizando a garantia exclusivamente do seu interesse.

Os informes e subsídios coligidos sobre a decretação do RAET, por problema de liquidez ou de origem patrimonial, não autorizariam naquela oportunidade o zeramento das



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

ações. No mínimo causaria alguma desconfiança e estranheza que um banco estrangeiro do porte do Morgan Stanley, pelo seu profissionalismo e discernimento, além do tirocínio, antes de efetuar a operação não realizasse investigações, averiguações e outros procedimentos de rotina, peculiares às grandes macroinstituições que se notabilizaram no circuito globalizado por grandes ganhos e poucas perdas, como no caso concreto.

Ao nosso sentir, portanto, não pode ser reputada legítima, legal e normal a forma de cálculo praticada pelo banco requerido, reputando zero o valor de face das ações catalogado no vencimento antecipado.

Não se tratava à evidência do único valor aceitável, plausível ou minimamente suscetível de negociação, ferindo os princípios da razoabilidade e proporcionalidade.

Formatada assim essa posição, o critério de liquidação está a exigir algumas considerações reputadas essenciais na dinâmica daquilo que deveria ter sido feito para minimizar os prejuízos recíprocos.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Sob esse prisma de visão, e na ótica estampada, também é inacolhível o argumento no sentido de que deveria o banco requerido aplicar o valor anterior ao regime do RAET, de R\$ 7,60, para projetar o prejuízo estimado pelos fundos de investimento.

Entendemos nessa interface que a equação mais justa seria aquela do preço médio, levando em conta o valor praticado às vésperas do RAET (R\$ 7,60) e aquele que veio a ser negociado na reabertura do pregão, adotando-se na espécie a soma de R\$ 4,40.

Na dicção plural contratual e pelos termos das avenças estipuladas, não se encontra, em qualquer uma delas, a liberdade para que o banco requerido pudesse, camuflando a verdadeira vontade, praticar zeramento e liquidar a garantia, pulverizando o papel e entregando exclusivamente o prejuízo aos fundos controlados pela família [REDACTED].

E existem diversas empresas que estão em recuperação judicial e tal fato não é obstáculo à continuação dos seus negócios no mercado acionário, basta exemplificativamente mencionar o Grupo Oi, cujo endividamento supera a casa de R\$ 60



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

bilhões, o que, de *per se*, independentemente de outros fatores, permite a livre negociação com nível de liquidez operacional.

Formatada assim a razoabilidade dentro do preceito da proporcionalidade existente, tem-se que a conduta da instituição financeira internacional não se pautou pelo melhor discernimento, mas pelo prisma da opacidade, antecipando o vencimento para o ano de 2012, quando a previsão contratual definia 2014, inclusive com o cruzamento de opções entre as partes contratantes.

Significativamente, quer traduzir o raciocínio a conduta prematura, isso porque se o banco aguardasse poucas horas ou dias, já saberia que o papel voltaria à negociação, normalizando a operação e revelando que o estágio peculiar do regime de administração especial temporária não participaria, por si só, o valor do zeramento do papel.

Essa consideração se afigura de relevo, em toda a sua percepção. Isso porque, se as intenções entre ambos eram distintas, na interpretação das cláusulas e condições contratuais



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

poderemos obter o preço médio, fruto da equação entre aquele máximo, anterior ao regime de administração especial temporária, e o outro mínimo, ao tempo da reabertura do pregão. Mencionados componentes terão o condão de estabelecer, pela interpretação do instrumento contratual de derivativos, baseado nas opções, uma justa forma de liquidação para alcançar seguramente o preço médio, ao qual a instituição financeira requerida não se reportou, extraindo informações subjetivas e não objetivas sobre a realidade negocial do papel.

Extraído esse raciocínio percuciente entre o preço às vésperas do RAET (R\$ 7,60) e o da reabertura do pregão (R\$ 4,40), obteremos, inferior ao preço de negociação entre os contratantes, já com deságio praticado, o importe de R\$ 12, classificando-se o valor médio à importância de R\$ 6 e não de zero, como sufragado pelo banco réu para livres negociações das opções e imediata posição do exercício por meio da execução da garantia.

Consagrado esse parâmetro do perfil de valor médio entre o valor maior, anterior ao regime de administração especial temporária, e aquele menor, praticado na reabertura do mercado, totalizaria R\$ 12,00, cujo resultado objetivo, concreto e



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

materializado é exatamente a metade, o importe de R\$ 6,00, por dividir, sem a menor percepção e dúvida, o preço justo, quando então o banco requerido deveria opcionar, e não pura e simplesmente aglutinar valor de face do zeramento.

É bem verdade ainda que, após a reabertura do pregão, o papel não atingiu o teto de R\$ 6,00, mas pela plausibilidade e maleabilidade do preço médio buscou-se o valor de face anterior ao regime temporário e aquele praticado ao tempo da reabertura do pregão; somados ambos e divididos por dois, encontra-se aquilo que se entende efetivamente, qual seja, R\$ 6.00.

Noutro giro, se os fundos mantiveram interesse em torno de R\$ 7,60, por outro ângulo o banco réu simplesmente zerou as posições e, no encontro de ambos – preceitos e conceitos – na interpretação de cláusulas contratuais, a melhor precificação se traduz na soma de valores anteriores ao regime temporário e à reabertura do pregão, no sentido de não carrear desconforto, desestabilidade, assunção de risco e prejuízo para quaisquer dos lados, porém de forma simétrica para ambos, e não assimétrica como pretendido pelo banco requerido.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

No cálculo matemático utilizado pelo banco requerido, toda a operação de risco recaiu sobre os ombros dos fundos de investimento, impregnando valor de face zero, executando a garantia muito próxima dos investimentos realizados, pulverizando o papel e, ainda, segundo ele, tendo um prejuízo na casa de R\$ 3 milhões, mas apurando pouco mais de R\$ 115 milhões, o que verdadeiramente, naquela circunstância, debilitou o caixa dos fundos, precificou de forma equivocada, violou a boa-fé e provocou lesividade, alterando as bases essenciais do negócio jurídico contratual.

Ao aplicar unilateralmente o conceito do vencimento antecipado ou, alternativamente, do estado de insolvência, a instituição financeira estrangeira descuroou-se de regras elementares para sustentar a sua posição e aniquilar a realidade dos fundos, cujos controladores seriam, todos eles, ligados à família [REDACTED]. Nessa percepção, portanto, com o regime de administração especial temporária vigente, a disciplina da Lei 6.024/74, automaticamente os bens dos administradores/controladores tornaram-se indisponíveis.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Porém, à míngua de qualquer outro subsídio, preferiu a ré-apelada, pura e simplesmente, para evitar um prejuízo maior, se alojar na sua tese totalmente inadmissível para alcançar o cômodo caminho da execução da garantia e o recebimento de quase 98% do valor, remanescendo um saldo pouco acima de R\$ 3 milhões, sem interesse algum de exigi-lo, até pela falta de recurso financeiro patrimonial executível.

Didática e pragmaticamente, agiu a instituição financeira estrangeira consolidando sua desconfiança e aplicando, em pouco tempo, mediante notificação, a caracterização do estado da mora, quando os bens estariam bloqueados e seria até condição impossível o resgate da operação pelos fundos e seus respectivos controladores.

Definido assim o comportamento lesivo apoiado no artigo 186 do Código Civil, na Lei de Companhias, nas instruções da CVM e no modelo que regula a compra e venda de opções, tem-se que o banco réu não obedeceu à dinâmica exigida e aos princípios da lealdade e eticidade, coroando seu papel exclusivamente em traduzir, até de forma leonina, lucros para o seu caixa e exclusivo prejuízo para os fundos de investimentos.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Evidente que, se o banco estrangeiro teve elevada *expertise* para minorar ao máximo o seu prejuízo mediante comportamento de zeramento do papel, executando a garantia, representaria anomalia e indigesta assimetria transferir para o extinto Banco Cruzeiro do Sul seus respectivos fundos, na intenção velada de prejudicar a ré ao negociar a opção pouco tempo antes de ser implementado o RAET.

Na lição de Humberto Ávila (*Teoria dos Princípios*, 17^a ed., São Paulo, Malheiros, 2016), as regras poderiam ser enquadradas na qualidade de normas que geram para a argumentação razões de correção. Haveria um modo pelo qual o intérprete justifica a aplicação dos significados preliminares dos dispositivos, de natureza finalística ou comportamental, como fazem Alexy e Dworkin.

Nessa exegese dos contratos de derivativos e no exercício das opções, as regras podem ser aplicadas sem que suas condições sejam satisfeitas, forma mais comum da aplicação analógica. Alexy define que os princípios jurídicos consistem apenas em uma espécie de norma jurídica por meio da qual são estabelecidos deveres de otimização, aplicáveis em vários graus,



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

segundo as possibilidades normativas e fáticas
(Robert Alexy: *Zum Begriff des Rechts Prinzips, Rechtssysteme und Praktische Vernunft, Theorie de Grundrecht*).

Na mesma linha do jurista Humberto Ávila (*Teoria da Segurança Jurídica*, 4ª ed., São Paulo, Malheiros, 2016), o caso examinado revela relações obrigacionais continuadas (*Dauerschuldverhältnisse*) e se desenvolve ao longo do tempo, envolvendo sucessão de atos de disposição por vezes praticados antes da consumação de um determinado fato gerador.

Então, no caso enfrentado, a questão que se coloca é se o regime de administração especial temporária teria sido fato gerador para que a opção pelo modelo europeu levasse à notificação para registro da mora e execução da garantia.

Definitivamente, a resposta haverá de ser negativa, extraindo-se diversos aspectos que fazem prova contra o comportamento da requerida, dentro dos quais a reabertura, a volta à negociação, a existência de liquidez e o preço de face daquele papel.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Então, poderia argumentar a instituição requerida que, em razão de um presumido estado de insolvabilidade da ré, jamais teria condições de negociar no mercado primário ou secundário aquele volumoso lote de ações. Porém, se a operação é de risco, a ela caberia naquele momento, praticado o preço justo e na pressuposição da convolação do regime temporário em quebra, efetuar a notificação para que viesse a receber o montante da diferença, isso porque entre o valor de aquisição e aquele da negociação existiu brutal oscilação, com caráter para além do risco da forma de gestão e administração dos controladores do Banco Cruzeiro do Sul.

E aqui não se tem com transparência eventual notícia sobre o respectivo lote de ações, das próprias opções, na consideração da contextualização, da “cetipação” e do registro escritural, se permaneceram em mãos da custódia ou teriam sido alvo de endosso.

Sem sombra de dúvida, o banco réu permaneceu, segundo consta, na eventual posse escritural das ações e também da própria garantia, fazendo com que os interessados fossem impedidos da livre negociação do papel,



ainda que por valor de mercado ou inferior, em leilão. Resta incontroverso que o banco requerido não poderia, de posse das ações e dos certificados de depósitos bancários aliás, dupla garantia – simplesmente pulverizar o valor do papel a zero e ao mesmo tempo excutir a garantia, além do negócio de risco transferindo todas as perdas para os fundos e respectiva massa de credores habilitados na falência do Banco Cruzeiro do Sul.

Inegavelmente, o contrato celebrado entre os fundos não previa, expressa ou implicitamente, a possibilidade de liquidação antecipada por intermédio do regime de administração especial temporária (RAET) decretado pelo Banco Central. Tanto assim que somente no dia do *circuit breaker* não houve negócio com o papel do Banco Cruzeiro do Sul e, amparado em motivo subjacente, de sua própria interpretação, o banco réu quis oportunizar mecanismo estranho à proposta negocial e, com isso, receber para si o total da garantia, mesmo estando na posse escritural registrária das ações.

Encerra inafastável contradição o posicionamento



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

do banco requerido, haja vista que simplesmente não restituiu as ações, fazendo com que seus titulares não tivessem sequer a possibilidade da livre negociação por meio do mercado ou de leilão a ser realizado, ainda que fosse por valor substancialmente inferior àquele cotado quando da abertura do mercado.

É indefensável, por essa linha de raciocínio, a tese trazida à colação pelo banco requerido e pelos ilustres pareceristas, fazendo crer que o turbilhão do RAET poderia sinalizar o estado falimentar ou decodificar a paralisação não provisória, mas sim permanente, dos negócios. E mostra-se extremamente coerente sublinhar que o RAET traduz uma tentativa derradeira do Banco Central para sanear as finanças e sanar a provável má gestão da instituição, fazendo com que os bens dos administradores e do próprio fundo (Família [REDACTED]) sofressem os efeitos da indisponibilidade.

De conseguinte, portanto, mostra-se equivocada, lesiva e abusiva a conduta assumida pelo banco requerido, ao causar enorme desequilíbrio e prejuízo incomum às contas da instituição financeira e principalmente dos fundos, notadamente quando se permite continuar na posse dos valores mobiliários e não reflete a



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

sua essencialidade. Bem de ver, portanto, que o banco, ainda que sob o regime de intervenção do Banco Central, fez com que 8.939.882 ações preferenciais virassem pó.

E a assertiva no sentido de que não haveria demanda calcada na oferta das quase 9 milhões de ações é no mínimo precipitada, além de desconhecer o funcionamento estrutural do mercado, porquanto representaria uma injeção de recursos financeiros naquela contingência em mãos do BC, voltando-se para a redução do prejuízo causado pelos controladores e favorecendo o saneamento da casa bancária.

Não há dúvida sobre tratar-se de operação de risco. Porém, o risco é limitado e recíproco, ao contrário do desabrido e abusado exercício opcional feito pelo banco requerido, ao precificar o zeramento do papel, impedir sua livre negociação e abocanhar para si o total da garantia, não experimentando prejuízo algum, ao passo que os autores se viram completamente imobilizados, posto que não puderam amortizar o vultoso prejuízo.

O fato de ter sido decretada a liquidação do



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

banco em setembro de 2012 é desimportante. E aqui se chama a atenção para o aspecto no sentido de que, poucos dias depois das operações entre os fundos, sobreveio o RAET, quando o mercado já tinha sinais sobre as irregularidades do Banco Cruzeiro do Sul, ao passo que o banco requerido deu uma cartada notadamente ambicionando lucro e, quando se viu acantonado pela intervenção do Banco Central, não titubeou em, mesmo estando com as ações, liquidar a garantia por interpretação que extrapola os limites do contrato. Não se lhe permite avançar fronteiras, já que, se propunham os derivativos, ambos os lados assumiram os riscos, não podendo agora o banco requerido jogar toda a malsinada operação nas costas da massa falida e do respectivo quadro de credores.

Primordialmente, também, à luz da legislação do mercado e da alavancagem que pretendiam fazer, interrompida pelo RAET, no fundo deram um xeque-mate e sepultaram as esperanças na livre negociação das ações, porquanto a garantia já cumpria a finalidade de amortizar todo o prejuízo do requerido, e para tanto nem ao menos restituiu as ações, as quais – repita-se uma vez mais – poderiam ser livremente negociadas por preço menor ou em leilão para a pulverização dos danos incorridos.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Admitindo-se, *ad argumentandum tantum*, que se pudesse em leilão apanhar o preço de R\$ 3,50 para o conjunto de 8 milhões de ações, a soma representaria valor superior a R\$ 30 milhões, a qual definitivamente propiciaria ao liquidante e, futuramente, ao administrador judicial, recursos financeiros para customizar a formação do quadro geral de credores e a realização dos ativos.

Emblemática e definitivamente, pois, não se pode em sã consciência tratar de operação sequer prevista em regra contratual, causando desbalanceamento e verdadeira gangorra de interesses, já que o banco requerido, privilegiado pelas circunstâncias, antecipou prematura e indevidamente o vencimento do contrato, e mesmo valendo zero a ação, nenhuma atitude concreta tomou para a restituição dos papéis que estavam sob sua custódia.

Ingressa-se agora na temática ferida pela recorrente no sentido da aplicação do artigo 940 do Código Civil, colimando a restituição em dobro dos valores aos quais faz jus, por entender que a instituição financeira requerida teria agido com dolo específico à luz da culpa consciente, motivo esse que significaria a



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

devolução pela dobra. No entanto, como muito bem enfrentado o tema pelo jurista Ruy Rosado de Aguiar, a mera interpretação contratual, simples exegese, e aplicação de vetor de zeramento do papel, tudo isso não se faz suficiente e necessário para configurar o dolo, a culpa consciente ou a intencionalidade revestida num paralelismo voltado para o cometimento de ato ilícito ou de natureza dolosa.

Interpretada assim a regra do artigo 940 do Código Civil, sem perder de vista que o comportamento do banco réu se alimentou pelo contrato e seu aditivo, não apresenta substância a reivindicação da dobra, precificando o papel pelo valor médio entre o máximo à véspera do RAET e o do dia seguinte com a reabertura do pregão, para se alcançar assim a importância reputada justa para aquele lote de ações, o valor de R\$ 6,00.

Reputado esse aspecto emblemático de efeito teleológico, para quem adquiriu o papel ao valor aproximado de pouco mais de R\$ 15, não teria sentido pura e simplesmente praticar o zeramento, mas sim modular o valor, pelas circunstâncias objetivas e subjetivas, à soma de R\$ 6,00, representando 40% daquela negociação, envolvendo uma perda apurada, reportada ao risco do



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

negócio, a tipologia de 60%; o que não define, por assim dizer, regras estranhas, até vocacionadas pela natureza da garantia absorvida pela instituição financeira requerida.

Ao se definir o preço médio de equilíbrio, as oscilações foram impregnadas de fatores pré e pós-regime de administração especial temporária, de tal sorte que, ao efetuar o zeramento das ações do Banco Cruzeiro do Sul, a renomada instituição financeira fez incorreta opção, tendo em mira existir precificação ao tempo da reabertura do pregão. Se definirmos ambos os preços, na véspera e no início do pregão – R\$ 7,60 máxima e R\$ 4,40 mínima –, aglutinando-se essa precificação teremos o fator médio a ser considerado, o qual atingiria o patamar de R\$ 6,00.

Fundamentalmente, o banco, ao adquirir 8.939.882 ações, não poderia de forma alguma opcionar preço de face zero, mas sim de R\$ 6,00, de forma correta, restituindo aos cofres dos fundos e da própria massa falida o saldo credor que lhe é devido. Isso porque, injustificável e inexplicavelmente, procurou considerar que o regime de administração temporária seria uma espécie de insolvência



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

antecipada, e pela ausência temporária de precificação, solidificou tornar pó o papel, a ponto de realizar seu zeramento.

Didática e concretamente, de forma objetiva, adotado o lote de ações e o preço real de face, os credores fariam jus a R\$ 53.639.000,29, ao passo que o banco réu se permitiu pagar R\$ 114.048.673,45. Ou seja, teria o apelado direito a cerca de R\$ 61 milhões, porém os credores dos fundos em torno de R\$ 53 milhões, o que demonstra, a partir desse raciocínio, justo equilíbrio de forças na precificação, levando em conta o risco recíproco e a total miopia do banco réu em liquidar o papel ao valor de R\$ 0.

É mais do que evidente que a operação com opções consubstanciada nos derivativos representa risco muitas vezes simétrico ou assimétrico, como numa espécie de balanço, efeito gangorra, onde uma das partes está no topo e a outra na parte inferior, cabendo ao intérprete, consabidamente, buscar o denominador comum, o ponto de equilíbrio, mapeando essa interface para que dela resulte a menor lesividade e a maior integração contratual.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Focada assim a matéria estruturada na resenha interpretativa do negócio jurídico contratual empresarial, reputo que o preço que deveria ser adotado naquela oportunidade deveria ser de R\$ 6,00 para o lote de ações adquiridas, mediante regular liquidação por simples cálculo aritmético, cuja responsabilidade diz respeito à requerida, pelo pagamento desse valor em regular liquidação de sentença, fluindo juros moratórios de 1% a.m. da citação.

Cabe aqui explicitar que o preço de face fechado a operacionalizar regular liquidação de sentença será aquele de R\$ 6,00 por ação, livre de atualização monetária, porquanto, pela interferência de diversos elementos, se calculou o preço médio proveniente do valor anterior ao RAET e logo após a reabertura do pregão em termos de negociação, fazendo com que se obtivesse média pela equação da justa posição de valores.

Isto posto, pelo meu voto, **DOU PARCIAL**
PROVIMENTO ao recurso, julgando procedente em parte a presente ação, para que a liquidação da opção se faça pelo valor de face de R\$ 6,00, média obtida entre o maior valor da véspera e o



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

menor da reabertura do mercado, em regular
liquidação de sentença, fluindo juros de mora de 1% a.m. da citação

Caberá à parte exequente, na etapa de
liquidação do julgado, apresentar seu demonstrativo com a planilha
totalizando o lote de ações para efetivo pagamento ao preço de R\$
6,00, cuja soma total obtida contará com juros moratórios de 1%
a.m. computados da citação.

Não se pode deixar de registrar aqui também que
o crédito exequendo, todo ele, deverá ser destinado à massa falida
do Banco Cruzeiro do Sul, colimando pagamento do quadro geral de
credores, observadas as preferências do artigo 83 do Diploma
Normativo nº 11.101/05, dando-se ciência oportunamente ao
administrador judicial, ao íncrito representante do Ministério Público
e também ao juízo universal.

No capítulo pertinente aos ônus sucumbenciais,
diante do maior e menor decaimento, o banco réu arcará com 4/5 das
custas e despesas processuais e os autores com 1/5, corrigidamente
desde o desembolso.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Atinente à condenação honorária, e pelo juízo de equidade, tendo em mira o trabalho desenvolvido, a complexidade da matéria e permeado pelo artigo 85, § 2º e seus incisos do vigente CPC, bem como a duração da tramitação da causa, em prol dos causídicos das autoras fixo a soma de R\$ 500.000,00, e a favor dos causídicos da requerida, diante do maior decaimento, o valor de R\$ 200.000,00, sem compensação entre ambas, as quais serão atualizadas a partir dessa decisão, computando-se juros moratórios de 1% a.m. do trânsito em julgado.

Em oportuna etapa de liquidação de sentença, cuidarão as exequentes de elaborar demonstrativo de cálculo acompanhado da planilha, precificado o papel pelo valor de face de R\$ 6,00, incidindo juros de mora de 1% da citação, acompanhados dos cálculos sucumbenciais recíprocos.

Dê-se ciência do inteiro teor desta decisão ao juízo universal da quebra, ao íncrito representante do Ministério Público e também ao administrador judicial, haja vista que o valor, todo ele, será transferido à disposição da massa falida, para pagamento do quadro geral de credores.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

CARLOS HENRIQUE ABRÃO

Desembargador

Voto nº 14.756

Apelação Cível nº 1055623-38.2014.8.26.0100

Comarca: São Paulo

Apelantes:

[REDACTED] e [REDACTED]
[REDACTED]

Apelado: BANCO MORGAN STANLEY S.A.

Interessados:

[REDACTED] e [REDACTED]
[REDACTED]

DECLARAÇÃO DE VOTO

Trata-se de ação ordinária em que se discute (i) a forma de cálculo; e (ii) o valor atribuído pelo Morgan Stanley a cada uma das 8.939.882 ações de emissão do Banco Cruzeiro do Sul BCSul por ocasião do vencimento antecipado automático de operações de derivativos celebradas entre os Fundos Autores e o Morgan Stanley, verificada em razão da suspensão de negociação das Ações em bolsa declarada por conta do Regime de Administração Especial Temporária (RAET) do BCSul decretado pelo Banco Central do Brasil.

É incontroverso nos autos que a ocorrência do RAET (fls 127 - 04/06/2012) constitui, nos termos do contrato, a vencimento antecipado automático, como se pode extrair das cláusulas contratuais abaixo reproduzidas:

DEFINIÇÕES

Data de Vencimento Antecipado significa a data (i) em que ocorrer um Evento de Inadimplemento, na hipótese de Vencimento Antecipado Automático, ou (ii) prevista como tal no comunicado que declarar um Evento de Inadimplemento nos termos da Clausula 10.1 deste



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Contrato. (fls. 88)

Evento de Inadimplemento tem significado estabelecido na Clausula 10.1 deste Contrato.

Evento de Inadimplemento Adicional tem significado estabelecido na Clausula 10.1 (m) deste Contrato (fls. 89)

X. eventos de inadimplemento e eventos de rescisão

10.1. – Consideram-se Eventos de Inadimplemento em relação à Parte indicada no Apêndice a ocorrência, a qualquer época, de quaisquer dos eventos descritos abaixo.

(g) Insolvência. Caso a Parte ou o respectivo Garantidor: (2) for submetida a processo de intervenção ou efetue qualquer tipo de cessão, reorganização ou composição com ou para benefício de seus credores;

2.1.3. Vencimento Antecipado Automático: Aplicável ao Evento de Inadimplemento estabelecido nas Clausulas 10.1 (g) e (i) do Contrato. (fls. 103).

Também como base no contrato, que deve nortear a relação travada entre as partes, na hipótese, proceder-se-á com a apuração do valor de reposição:

XI. DAS CONSEQUENCIAS DO VENCIMENTO ANTECIPADO E RESCISAO DAS OPERAÇÕES DE DERIVATIVOS

11.1

Se, no entanto, o Apêndice especificar que um Vencimento Antecipado Automático aplicar-se-á ao Evento de Inadimplemento de uma Parte, estão será aplicado o vencimento antecipado automático e imediato de todas as obrigações previstas neste Contrato ou em cada Confirmação independentemente de comunicado ou aviso judicial ou extrajudicial.

11.6. – Valor de Vencimento Antecipado e Valor de Rescisão. As Partes acordam que o Valor de Vencimento Antecipado ou Valor de Rescisão devido às Operações Terminadas (“Valor de Vencimento Antecipado” ou “Valor de Rescisão, conforme o caso) será igual a:

(1) Na ocorrência de um Evento de Inadimplemento ou um Evento de Rescisão em relação ao qual exista somente uma Parte Inocente ou Parte Afetada:

- (a) a soma de (i) o Valor de Reposição (calculado, nos termos deste Contrato, pelo Agente de Calculo) de cada uma das Operações Terminadas (cujo resultado expresse um número positivo quando esse Valor de Reposição deva ser recebido pela Parte Inocente, e cujo resultado expresse um número negativo a Parte Inocente deva pagar esse valor à Parte Inadimplente ou Parte Afetada) e (ii) Os valores não pagos à Parte Inocente, menos**
(b) os Valores Não Pagos e devidos à Parte Inadimplente.

A parte autora busca a aplicação do valor das ações no dia útil imediatamente anterior a declaração do RAET (01/06/2012) ou no dia posterior (06/06/2012), R\$7,60 e R\$,4,40, respectivamente.



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

A parte ré, por sua vez, pretende a aplicação do valor das ações no dia exato da declaração, o qual corresponderia a 0, posto que, nas alegações da parte ré, não houve comercialização na bolsa de valores e, preponderante, houve notícia do banco central sobre a situação econômica insuperável do emissor (BCS).

A controvérsia, portanto, cinge-se ao cálculo feito pelo agente ao tempo da notificação.

A cláusula de valor de reposição é clara quanto à necessidade de emprego da boa fé e, ao contrário do afirmado em contestação, quanto à possibilidade de utilização de datas diversas da do fato ensejador do vencimento antecipado.

Vejamos:

Valor de Reposição significa, com relação a cada Operação Terminada, o valor determinado pelo Agente de Cálculo, de boa fé, através de métodos comercialmente aceitos, como perdas ou despesas incorridas (cujo resultado seja expresso em numero positivo, ou ganhos potenciais (expresso em número negativo), que a Parte Inocente teria de pagar ou teria a receber, respectivamente, para garantir o mesmo efeito dos pagamentos devidos, liquidações físicas ou direitos de opção que lhes caberiam em caso de continuidade da Operação Terminada, de acordo com os termos originalmente acordados. O Agente de Cálculo determinará o Valor de Reposição específico para cada uma das Operações Terminadas e para todo o grupo de Operações Terminadas, utilizando os métodos descritos abaixo. Cada Valor de Reposição será determinado como sendo o cabível na data de Vencimento Antecipado ou na Data de Rescisão ou, caso isso não seja possível, na data ou datas mais próximas dessas datas.

A determinação do Valor da Reposição, pelo Agente de Cálculo, poderá refletir um ou mais dos seguintes métodos:

Apuração de quaisquer despesas ou receitas, conforme o caso, da Parte Inocente, resultante da celebração de uma ou mais operações que manteriam, para a Parte Inocente, efeito econômico equivalente, em termos de pagamentos, liquidações físicas, ou direitos de opção, àqueles que teriam sido obtidos com a Operação Terminada ou grupo de Operações Terminadas, caso tais pagamentos, liquidações físicas ou direitos de opção tivessem sido exigidos ou exercidos da Data de Vencimento, fossem tais obrigações ou direitos certos ou eventuais;
Apuração de quaisquer despesas de financiamento; ou
Apuração de quaisquer perdas ou despesas incorridas como resultado de rescisão, liquidação, repactuação ou execução de qualquer proteção (hedge) ou posição relacionada (ou qualquer receita resultante das mesmas), tanto em caso de uma Operação de Derivativo como de grupo de Operações de Derivativos.

No calculo do Valor de Reposição, o Agente de Calculo não considerará os Valores Não Pagos, bem como honorários advocatícios ou outras despesas. (fls. 90).



PODER JUDICIÁRIO
TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Assim, afasta-se a alegação da parte ré quanto à impossibilidade de acolhimento do pedido inicial.

Contudo, é importante consignar que não se mostra adequado utilizar o valor das ações antes do fato que deu causa ao vencimento antecipado, porque não se pode ignorar que a intervenção do Banco Central em muito prejudica o valor das ações da instituição no mercado.

Por outro lado, também não se mostra adequado utilizar o valor das ações na data do evento (zero). Isto porque a parte ré não apresentou elementos suficientes para indicar a ausência de valor das ações do Banco Cruzeiro do Sul naquela data, posto que fora juntado aos autos apenas notícia jornalística publicada naquela data (fls. 523).

Os requeridos sustentaram a ausência de valor dos títulos em informação oficial do Banco Central que indicou patrimônio zero ou negativo, como lhes autorizaria o item “a” da cláusula retro colacionada, entretanto, nada foi apresentado nos autos para consubstanciar a higidez da informação e, conseqüentemente, correção dos cálculos.

Ainda que se considere mera especulação o retorno da comercialização das ações na Bolsa de Valores, sabe-se que o valor dos títulos está atrelado ao capital do emissor, o qual não fora comprovado nos autos como negativo.

Desse modo, de fato, foi precipitada a conduta da apelada em estabelecer valor 0 às ações em 05/06/2012.

(depois a situação se confirmou)

Ocorre que também é inviável a aplicação da média entre o valor das ações no dia imediatamente anterior ao evento e no dia posterior.

Primeiramente porque não se mostra razoável adotar data anterior ao RAET para o cálculo do valor de reposição, conforme retro fundamentado e observando-se a natureza do contrato.

Assim, em nada tendo a ré apresentado para consubstanciar o valor 0 das ações no dia do evento, mais adequado aplicar o valor de R\$4,40 às ações, já que incontroverso nos autos e permitida a utilização de data diversa a do evento para reposição contratual.



PODER JUDICIÁRIO

TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Ante o exposto, pelo meu voto, **DÁ-SE PARCIAL PROVIMENTO** ao recurso, nos termos retro fundamentados.

ACHILE ALESINA

4º Desembargador



PODER JUDICIÁRIO

TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO

Este documento é cópia do original que recebeu as seguintes assinaturas digitais:

Pg. inicial	Pg. final	Categoria	Nome do assinante	Confirmação
1	14	Acórdãos Eletrônicos	SEBASTIAO THIAGO DE SIQUEIRA	C94621B
15	17	Declarações de Votos	EVERALDO DE MELO COLOMBI	C9AC7BB
18	31	Declarações de Votos	LIGIA CRISTINA DE ARAUJO BISOGNI	CA734FC
32	97	Declarações de Votos	CARLOS HENRIQUE ABRAO	5FEBDDA



PODER JUDICIÁRIO

98	102	Declarações de Votos	ACHILE MARIO ALESINA JUNIOR	CA9714A
----	-----	-------------------------	-----------------------------	---------

Para conferir o original acesse o site:

<https://esaj.tjsp.jus.br/pastadigital/sg/abrirConferenciaDocumento.do>, informando o processo 1055623-38.2014.8.26.0100 e o código de confirmação da tabela acima.