



MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

428ª Sessão

Processo 10372.100020/2019-23

Processo na primeira instância CVM RJ2017/646

RECURSO VOLUNTÁRIO

RECORRENTE: MARCUS DA CRUZ BERQUO URURAHY

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATORA: MARIA RITA DE CARVALHO DRUMMOND

EMENTA: RECURSO VOLUNTÁRIO. Manipulação de preços. Infração caracterizada e recurso desprovido. Multa.

ACÓRDÃO CRSFN 206/2019

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem:

1. admitir o recurso, por unanimidade, com base no voto do Relator; e
2. **negar provimento** ao recurso voluntário, por maioria, com voto de qualidade, pelos fundamentos do voto do Conselheiro Álvaro Affonso Mendonça, mantendo a penalidade de multa no valor de R\$157.575,86 (cento e cinquenta e sete mil quinhentos e setenta e cinco reais e oitenta e seis centavos) pelo cometimento da infração de prática de manipulação de preço de ativos negociados em bolsa de valores. Vencidos o Relator e os Conselheiros Sérgio Cipriano dos Santos, Alexandre Henrique Graziano e Antonio Augusto de Sá Freire Filho, que votaram pelo parcial provimento do recurso, com redução do valor da multa para R\$118.181,90 (cento e dezoito mil cento e oitenta e um reais e noventa centavos).

Participaram do julgamento os Conselheiros Pedro Frade de Andrade, Thiago Paiva Chaves, Maria Rita de Carvalho Drummond, Sérgio Cipriano dos Santos, Alexandre Henrique Graziano, Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Álvaro Affonso Mendonça e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Manifestou-se nos termos regimentais o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional Dr. André Alvim de Paula Rizzo.

Brasília, 28 de agosto de 2019.



Documento assinado eletronicamente por **Ana Maria Melo Netto Oliveira, Conselheiro(a) Presidente**, em 23/10/2019, às 10:50, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código



MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Processo 10372.100020/2019-23

Processo na primeira instância CVM RJ2017/646

RECURSO VOLUNTÁRIO

RECORRENTE: MARCUS DA CRUZ BERQUO URURAHY

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: MARIA RITA DE CARVALHO DRUMMOND

RELATÓRIO

1 OBJETO

1. Trata-se de recurso voluntário interposto por Marcus da Cruz Berquo Ururahy (“Recorrente”) contra a decisão da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 199527.001316/2017-02 (“PAS”) que lhe aplicou penalidade de multa. Segundo a autarquia, o Recorrente teria realizado operações irregulares com valores mobiliários listados em bolsa entre 21.10.2013 e 10.02.2015.

2 CRONOLOGIA DOS FATOS

2. A cronologia dos fatos e atos administrativos que culminaram nos presentes recursos desenrolou-se da seguinte forma:

Evento	Data	Folhas
Fatos apurados no PAS	21.10.2013 a 10.02.2015	N/A
Termo de Acusação do PAD nº 35/2015	02.02.2016	1 a 71
Termo de Acusação do PAS	14.02.2017	238 a 244
Intimação nº 177/2017-CVM/SPS/PPP para apresentação de defesa	19.06.2017	261
Apresentação da defesa	29.08.2017	272 e 273

Decisão da CVM	14.08.2018	277 a 303
Intimação acerca da decisão de 1ª instância	24.10.2018	310
Apresentação do recurso ao CRSFN	22.11.2018	311 a 317
Distribuição no CRSFN	07.01.2018	322

3 DESCRIÇÃO DAS OCORRÊNCIAS E ACUSAÇÃO

3. O PAS originou-se de uma investigação conduzida pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados (“BSM”) no âmbito do Processo Administrativo Ordinário nº 35/2015 em face de XP Investimentos CCTVM S.A. (“Corretora”) e de seu diretor responsável.

4. Entre 21.10.2013 e 10.02.2015, o Recorrente realizou operações via plataforma para acesso direto ao mercado (“DMA”) com ações cotadas em centavos para conduzir e/ou marcar o preço dos ativos em patamares convenientes. As operações foram intermediadas pela Corretora por meio da conta do Recorrente e da conta da mãe do Recorrente, Leda Maria da Cruz, (em conjunto com o Recorrente, “Investidores”).

5. A investigação ocorrida no âmbito da Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SIN”) deu origem ao Termo de Acusação (“Acusação”) que responsabilizou o Recorrente pela prática de manipulação de preços, em violação à alínea “c” da Instrução CVM nº 8/1979. Segundo a Acusação, a contravenção ocorreu por meio de 109 “estratégias” manipulativas, cujos negócios foram listados no Anexo II da Acusação (fls. 231 a 237).

6. Em suma, de acordo com a Acusação, o *modus operandi* do Recorrente consistia “na tomada de posição comprada ou vendida por parte de um [dos Investidores] seguida pela realização de negócios diretos entre si com o intuito de conduzir e/ou marcar o preço dos ativos em patamares convenientes para a realização de operações inversas àquelas realizadas inicialmente” (item 4 da Acusação).

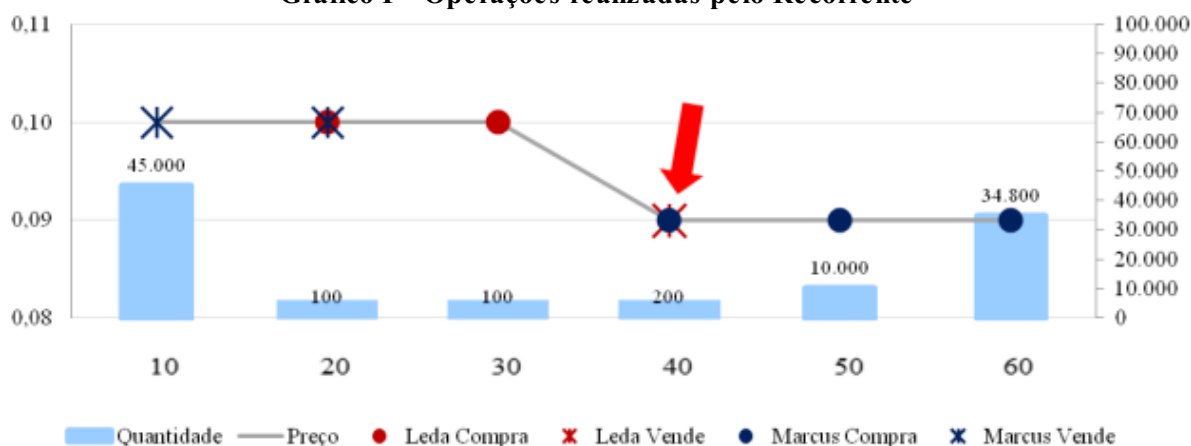
7. Conforme a Acusação, para conduzir e/ou marcar o preço dos ativos, o Recorrente realizava negócios diretos com ofertas dos Investidores com prioridade de execução no livro. Assim, quando algum dos Investidores possuía oferta no primeiro nível de alguma ponta do livro (a “oferta desejada”), mas o ativo era negociado no preço da melhor oferta do lado oposto, o Recorrente realizava um negócio direto que agredia a oferta desejada. Na sequência e por influência desse negócio manipulativo, outras contrapartes no mercado inseriam ordens que fechavam negócio com a oferta desejada.

8. Para ilustrar esses negócios, a Acusação descreveu com mais vagar duas estratégias empreitadas pelo Recorrente. Para uma delas, a Acusação narrou que “em 13.01.2014, Marcus vendeu para o mercado 45.000 ações ordinárias de emissão da Minupar Participações S.A. ao preço de R\$0,10. Após essa venda, executou um negócio com Leda na contraparte envolvendo 200 ações ao preço de R\$0,09, e, depois realizou a compra de 44.800 ações MNPR3 contra o mercado ao preço de R\$0,09” (item 10 da Acusação, fl. 240).

9. Nessa descrição, a Acusação (i) juntou captura de tela do livro de ofertas, com destaque para a ordem de compra de 45.000 ações do Recorrente no primeiro nível^[1], (ii) juntou tabela que registrou os negócios realizados com o mercado após a realização do Zé-com-Zé, discriminando a hora, quantidade e preço das ordens inseridas pelos Investidores, e a hora, quantidade e preço das ordens inseridas pelo mercado que fecharam negócio com a oferta desejada^[2], e (iii) elaborou um gráfico com a cronologia dos negócios^[3].

10. Para deixar a estratégia mais clara, vale reproduzir essa cronologia elaborada pela Acusação:

Gráfico I – Operações realizadas pelo Recorrente



11. A partir do Gráfico I, vê-se que Marcus inicialmente (no negócio 10) vende 45.000 ações ao mercado ao preço de R\$0,10. Posteriormente, Marcus insere ordem de compra de 45.000 ações ao preço de R\$0,09. No negócio 40, Marcus compra de Leda 200 ações a R\$0,09, direcionando o preço da ação a esse patamar. Na sequência, outros investidores no mercado vendem 10.000 ações (negócio 50) e 34.800 ações (negócio 60) para Marcus a R\$0,09.

12. O Anexo II, por sua vez, identifica as 109 “estratégias” utilizadas pelo Recorrente, listando, para cada uma delas:

- a) as operações manipuladas (ou seja, os “Zé-com-zé”), com identificação dos comitentes, preço, quantidade do ativo e a diferença do preço entre o negócio anterior; e
- b) as operações subsequentes que eram as efetivamente desejadas, com a identificação do comitente beneficiário, preço, quantidade do ativo, benefício financeiro^[4] e a diferença do preço entre o negócio anterior.

13. Portanto, para comprovar a materialidade da manipulação do Recorrente nas 109 “estratégias”, a Acusação efetivamente demonstra as operações Zé-com-Zé e as operações posteriores com o mesmo preço marcado pelos negócios Zé-com-Zé.

4 DEFESA

14. O Recorrente apresentou defesa tempestivamente em 29.08.2017 e aduziu que (i) não é empregado nem possui amigos empregados por companhias abertas, (ii) não tem formação na área, (iii) não é agente autônomo, (iv) não possui conta ativa em nenhuma corretora e (v) tampouco é procurador de conta alguma atrelada ao mercado financeiro.

15. Informa, também, que encerrara sua conta na Corretora há aproximadamente um ano, e que desconhecia a distinção de ordens diretas intencionais e não-intencionais, pois as normas eram difíceis de serem encontradas.

5 DECISÃO DE 1ª INSTÂNCIA

16. O PAS foi julgado em conjunto com o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/12130, também de relatoria do Diretor Gustavo Borba. Este processo apurou a irregularidade de outras operações manipulativas do Recorrente entre 20.01.2012 e 14.01.2013, que tiveram o mesmo *modus operandi* das operações apuradas no PAS, mas foram intermediadas por outra corretora – que, por sua vez, alertou e expulsou o Recorrente pela suspeita de irregularidade nos negócios.

17. No mérito, a decisão reconheceu a ocorrência de manipulação de preços. Nesse sentido, a descrição das “estratégias” evidenciou que o Recorrente utilizava de negociações simuladas com ações pouco líquidas para efetivamente alterar seus preços.

18. No âmbito do PAS CVM nº RJ2015/12130, a CVM decidiu pela pena de proibição pelo prazo de 5 anos, de atuar direta ou indiretamente em qualquer modalidade de operação no mercado de

valores mobiliários.

19. No PAS, por sua vez, considerando o agravante de que a antiga corretora do Recorrente já havia alertado sobre a irregularidade de suas operações, a CVM decidiu pela pena de multa de R\$157.575,86 (cento e cinquenta e sete mil, quinhentos e setenta e cinco reais e oitenta e seis centavos).

6 RECURSO

20. O Recorrente apresentou recurso em 22.11.2018, no qual, além de repisar argumentos de sua defesa, alega que:

- a) a decisão da CVM não comprovou que todas as operações no período foram irregulares;
- b) não há comprovação de como e por quanto tempo a ordem direta influenciaria nas ordens de terceiros;
- c) não há como afirmar que o lucro de todos os negócios ao longo do período decorreu das ordens diretas; e
- d) não tem condições de pagar a multa, pois seu salário é inferior a R\$1.300,00.

21. Além disso, requer que a multa seja parcelada em até R\$300,00 por mês.

22. Com os recursos interpostos, foram remetidos os autos ao CRSFN em 07.01.2018, e na 424ª sessão, foram distribuídos, por sorteio, a mim.

É o relatório.

Brasília, 27 de agosto de 2019.

Maria Rita de Carvalho Drummond

Conselheira Relatora

[1] Cf. item 12 da Acusação.

[2] Cf. item 14 da Acusação.

[3] Cf. item 17 da Acusação.

[4] O benefício financeiro foi calculado como “a variação de preço dos negócios diretos realizados entre os clientes em relação ao último negócio realizado pelo mercado, multiplicada pela quantidade de ações das operações realizadas pelos clientes, logo em seguida aos negócios diretos, contra o mercado” (item 22 da Acusação, fl. 242).



Documento assinado eletronicamente por **Maria Rita de Carvalho Drummond, Conselheiro(a)**, em 26/08/2019, às 16:12, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **3356907** e o código CRC **BBF50279**.



**MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

Processo 10372.100020/2019-23

Processo na primeira instância CVM RJ2017/646

RECURSO VOLUNTÁRIO

RECORRENTE: MARCUS DA CRUZ BERQUO URURAHY

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: MARIA RITA DE CARVALHO DRUMMOND

EMENTA: RECURSO VOLUNTÁRIO. Manipulação de preços. Infração caracterizada e recurso desprovido. Multa.

VOTO DO RELATOR

1. Trata-se de recurso voluntário interposto por Marcus da Cruz Berquo Ururahy (“Recorrente”) contra a decisão da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 199527.001316/2017-02 (“PAS”) que lhe aplicou penalidade de multa. Segundo a autarquia, o Recorrente teria realizado operações irregulares com valores mobiliários listados em bolsa entre 21.10.2013 e 10.02.2015.

1 PRELIMINARES

2. Preliminarmente, cabe avaliação relativa à tempestividade do recurso e à prescrição.

3. O recurso foi tempestivo, uma vez que a intimação acerca da decisão da CVM ocorreu em 24.10.2018 (fl. 310) e o recurso foi apresentado em 22.11.2018 (fls. 311 a 317). Também não houve prescrição ordinária, uma vez que os fatos apurados no PAS ocorreram entre 21.10.2013 e 10.02.2015, e o termo de acusação data de 14.02.2017 (fls. 238 a 244). Além disso, o PAS não permaneceu inerte por mais de 3 anos, não sendo aplicável a prescrição intercorrente.

4. Acredito que seja importante, também, mencionar uma segunda preliminar relativa a este recurso, que concerne ao seu juízo de admissibilidade. O recurso foi apresentado por meio do Sistema de Atendimento ao Cidadão (“SAC”) da CVM, e é apócrifo (não possui assinatura).

5. Admito o conhecimento do recurso com base no princípio da informalidade do processo administrativo, considerando que todas as defesas apresentadas pelo Recorrente no PAS ocorreram da mesma forma. De qualquer forma, devido ao fato de que o SAC da CVM é um sistema que não exige uma certificação formal de seu usuário para realizar seu cadastro (tal como o Sistema Eletrônico de Informações - SEI, que exige a comprovação documental e a assinatura de um termo), ressalvo que futuramente deve haver uma maior cautela com a apresentação de petições via SAC, para garantirmos a comprovação da identidade dos peticionários e do processo.

2 MÉRITO

6. Em síntese, o Recorrente argumenta que as provas de que seus negócios foram irregulares são obscuras, pois não há comprovação de como e por quanto tempo os negócios “zé-com-zé” influenciariam terceiros a negociarem. Para ele, os argumentos da Acusação dependem da comprovação

de que as operações realizadas efetivamente manipularam o preço das ações. O Recorrente alega que a **única** forma de provar que seus negócios manipularam as operações de terceiros seria “[*entrar*] em contato com esse investidor para perguntar se ele negociou um ativo por conta da ordem direta [*artificial*]” (fl. 313).

7. Entendo, ao contrário do que alega o Recorrente, que a materialidade restou comprovada. Os elementos do tipo de manipulação de preços da Instrução CVM nº 08/1979, conforme já sedimentado na CVM e neste Conselho, são [\[1\]](#):

- “(i) utilização de processo ou artifício;
- (ii) destinados a promover cotações enganosas, artificiais;
- (iii) indução de terceiros a negociar valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas; e
- (iv) presença de dolo, ainda que eventual, de alterar as cotações e induzir terceiros a negociar com base nessas cotações falsas.”

8. Nesse sentido, o processo ou artifício utilizado pelo Recorrente foi bem descrito pela acusação e pela decisão de primeira instância, e consistia na realização de negócios diretos simulados quando o Recorrente detinha alguma ordem com prioridade de execução no livro.

9. Assim, quando o Recorrente possuía, por intermédio de qualquer conta, uma oferta no primeiro nível de alguma ponta do livro – a oferta desejada –, mas o ativo era negociado no preço da melhor oferta do lado oposto, o Recorrente realizava um negócio direto que agredia a oferta desejada. Na sequência e por influência desse negócio manipulador, outras contrapartes no mercado inseriam ordens que fechavam negócio com a oferta desejada.

10. Conforme narrado no relatório, para ilustrar esses negócios, a acusação (i) demonstrou o livro de ofertas, com destaque para a ordem do Recorrente no primeiro nível, (ii) juntou tabela que registra os negócios realizados com o mercado após a realização das operações manipulativas, discriminando a hora, quantidade e preço das ordens inseridas pelos Investidores, e a hora, quantidade e preço das ordens inseridas pelo mercado que fecharam negócio com a oferta desejada, e (iii) elaborou um gráfico com a cronologia dos negócios.

11. A acusação também identifica, no Anexo II (fls. 231 a 237), todas as estratégias manipulativas utilizadas pelo Recorrente, listando, para cada uma delas:

- a) os negócios manipulativos, com identificação dos comitentes, preço, quantidade do ativo e a diferença do preço entre o negócio anterior; e
- b) os negócios desejados subsequentes, com identificação do comitente beneficiário, preço, quantidade do ativo, benefício financeiro auferido [\[2\]](#) e a diferença do preço entre o negócio anterior.

12. Dessa forma, entendo que o conjunto probatório foi suficiente para comprovar todos os elementos do tipo já sedimentados pela jurisprudência administrativa. Com efeito, é comprovado que o Recorrente dolosamente utilizou de negócios manipulativos, que promoveram cotações artificiais e, na sequência, induziram terceiros a negociar com esse nível artificial de preços.

13. O argumento de que apenas seria possível saber que terceiros foram induzidos a negociar se isso fosse confirmado com cada comitente não me convence. Tampouco me convence a alegação de que o PAS não demonstrou como as operações influenciam terceiros a negociar.

14. Entendo que os negócios manipulados, especialmente aqueles realizados com ações ilíquidas, têm o efeito de marcar os preços dos ativos. Essa marcação de preços informa uma cotação artificial do ativo ao mercado e, quando terceiros negociam esses preços em seguida a essa marcação, é evidente que houve efeito manipulativo.

15. Vale repisar que, à época dos fatos, o Recorrente já tinha ciência da irregularidade de suas operações. Conforme descrito no relatório, o Recorrente havia sido alertado da ilicitude dos negócios por sua antiga corretora, por meio da qual realizou operações da mesma natureza. Levando isso em consideração, acredito que a penalidade de multa deva ser mantida.

16. Contudo, acredito que a multa aplicada pela primeira instância não seja proporcional à ilicitude praticada. No julgamento do PAS nº RJ2015/12130 (relatado e julgado conjuntamente ao presente processo na primeira instância, devido à sua origem em condutas semelhantes realizadas pelo Recorrente

em outro período), a CVM imputou ao Recorrente pena de proibição, pelo prazo de 5 (cinco) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operações no mercado de valores mobiliários. Assim, levando essa proibição e as circunstâncias do Recorrente em consideração, voto pela diminuição da multa de duas vezes o valor do ganho corrigido pelo IPCA para uma vez e meia o valor do ganho corrigido pelo IPCA, resultando no valor de R\$118.181,90 (cento e dezoito mil, cento e oitenta e um mil reais e noventa centavos).

17. Por fim, o Recorrente requereu o parcelamento da multa em até R\$300,00 (trezentos reais) por mês, uma vez que seu salário é inferior a R\$1.300,00 (mil e trezentos reais). Aqui, me cabe apenas informar que compete à própria CVM deliberar sobre parcelamentos de dívidas de multa, conforme a Deliberação CVM nº 467/2004.

É como voto.

Brasília, 27 de agosto de 2019.

Maria Rita de Carvalho Drummond

Conselheira Relatora

[1] Esses elementos do tipo foram definidos na decisão de primeira instância (fl. 242) do PAS CVM nº RJ2013/5194 (j. em 19.12.2014), e na decisão de seu Recurso nº 14.222 (j. em 26.07.2017).

[2] O benefício financeiro foi calculado como “a variação de preço dos negócios diretos realizados entre os clientes em relação ao último negócio realizado pelo mercado, multiplicada pela quantidade de ações das operações realizadas pelos clientes, logo em seguida aos negócios diretos, contra o mercado” (item 22 da Acusação, fl. 242).



Documento assinado eletronicamente por **Maria Rita de Carvalho Drummond, Conselheiro(a)**, em 09/10/2019, às 11:55, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **3357742** e o código CRC **7DC01869**.



MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Processo 10372.100020/2019-23

Processo na primeira instância CRSFN-CVM RJ2017/646

Relator: **MARIA RITA DE CARVALHO DRUMMOND**

Ementa: RECURSO VOLUNTÁRIO. Provimento negado e manutenção da penalidade de primeira instância.

DECLARAÇÃO DE VOTO DO CONSELHEIRO ÁLVARO AFFONSO MENDONÇA

1. Conforme foi muito bem apontado pela Conselheira Relatora em sua apresentação de voto, o processo se encontra bem fundamentado em sólidas e eloquentes provas da irregularidade de manipulação de mercado, conforme previsto na Instrução CVM 08/1979. Além de praticar a irregularidade em tela, consta a indicação de reincidência na infração, em processo que resultou em multa pecuniária e na inabilitação do Recorrente para operações no mercado pelo prazo de 5 anos.
2. Com relação ao mérito do Recurso Voluntário, voto de acordo com o posicionamento exposto no voto da Relatora, pela rejeição das alegações de defesa e o não provimento do Recurso.
3. Com relação à dosimetria da pena, entretanto, respeitosamente apresento em meu voto uma divergência com relação ao que foi proposto pela Conselheira Relatora. A divergência ocorre ao considerar os seguintes elementos:
 - a. A gravidade do objeto do PAS, que foca em uma irregularidade bastante conhecida do mercado e que causa preocupação ao regulador pelos seus efeitos sobre: os resultados obtidos pelos demais investidores, ao princípio basilar da equitatividade de condições dos diversos participantes e à imagem do mercado como um todo. Estes são elementos que a CVM e a BSM buscam proteger com a sua ação e com a aplicação do processo sancionador.
 - b. A elevada importância das decisões de segunda instância para a formação de critérios e limites para o julgamento de processos. Na hipótese de uma redução da pena, conforme proposto no voto da Relatora, futuramente a consulta ao resultado poderia criar uma jurisprudência que, ao meu juízo, se transformaria em uma mensagem equivocada aos participantes do mercado, potencialmente sinalizando uma aceitação ou minimização dos efeitos desta prática, que vem sendo bastante combatida pela CVM e pela BSM.
4. Com base nos argumentos acima, eu voto pela manutenção do valor da pena imposta em primeira instância.

É o voto.

ÁLVARO AFFONSO MENDONÇA – Conselheiro.



Documento assinado eletronicamente por **Alvaro Affonso Mendonça, Conselheiro(a)**, em 05/09/2019, às 17:20, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **3866569** e o código CRC **EB6D2686**.
