

Ensaio sobre Crimes Financeiros

Crimes Financeiros, seus Agentes, Características e Estudos de Casos.

Agosto de 2022

Ana Luiza Vieira Santos *

Martin Rahal **

1. Introdução

Crimes financeiros frequentemente estão presentes em um contexto mais amplo de crimes do colarinho branco e ocupam periodicamente as manchetes de jornais possuindo um glamour especial associado à inteligência e às posições sociais de quem que os pratica. O objetivo deste artigo é fazer uma análise deste tipo de crime, suas circunstâncias, os agentes envolvidos e os *modi operandi*, ilustrando com casos conhecidos e apresentando eventuais sugestões sobre como lidar com este assunto. A abordagem inclui aspectos econômicos dos casos, perspectivas comportamentais dos criminosos, a visão do direito e também traz algumas sugestões da literatura sobre como lidar com o assunto.

Segundo Petter Gottschalk em sua obra *Investigating White-Collar Crime*, crimes financeiros constituem o pilar motivacional dos denominados crimes do colarinho branco, um guarda-chuva mais amplo que, em alguma de suas fases, abriga infrações no campo financeiro para a obtenção de benefício pessoal. São praticados por pessoas com alto nível

socioeconômico que abusam de suas posições privilegiadas, por meio de estrutura organizada, sem o uso de violência, possuem vítimas e muitos só não os praticam por falta de oportunidade.

Tais condutas são protagonizadas por empreendedores de negócios, investidores do mercado financeiro, executivos de empresas no topo de suas carreiras, altos funcionários públicos, políticos e profissionais liberais como advogados, economistas e médicos. Estes agentes costumam ter características psicológicas e cognitivas que não os fazem ser substancialmente perceptíveis através de algum distúrbio de personalidade, exceto pelo fato de não definirem suas ações como ilícitas. Possuem uma tendência a racionalizar e justificar suas condutas e a manipulação psicológica que exercem não é visível em outras situações sociais.

Gottschalk ainda menciona em seu estudo que, em 2010, o total em valor de condenações desta natureza na Noruega foi de aproximadamente USD 138 mi. Segundo o autor, como esta cifra representa menos de 10% do total, a magnitude verdadeira chegaria a USD 1.5 bi apenas naquele país.

Os quatro principais tipos de crimes do colarinho branco são: fraude, roubo, manipulação e corrupção tanto ativa como passiva. O autor cita diversos exemplos, que incluem fraude bancária e em *hedge funds*, roubos de arte, manipulação em falências, crimes cibernéticos e lavagem de dinheiro, assim como corrupção ativa e passiva incluindo agentes públicos.

Segundo a legislação brasileira, a diferença entre corrupção ativa e passiva reside nas posições ocupadas pelos autores que agem em conluio. O sujeito ativo é uma pessoa que aborda um funcionário público de carreira e, mediante proposta de favorecimento pessoal, pede que este funcionário manipule alguma etapa do seu trabalho de forma a lhe proporcionar vantagem indevida. E o sujeito passivo é o funcionário de carreira que aceita a proposta.

Para melhor compreender oportunidades e condutas, vale a pena examinar rapidamente um pouco da bibliografia a respeito. Após esta revisão, alguns casos que tiveram bastante notoriedade na imprensa serão apresentados e o leitor vai ter a oportunidade de reconhecer as características apresentadas. Diante das dificuldades de se combater este tipo de crime que são apresentadas ao longo do texto, ele conclui com algumas sugestões que são encontradas na literatura.

As opiniões contidas nesse texto são de inteira responsabilidade do autor e não refletem necessariamente as da FGV-EESP.

2. Crimes do Colarinho Branco e Financeiros

Em *White-Collar Crime in the Shadow Economy*, outra obra de Petter Gottschalk, mas desta vez em conjunto com Lars Gunnesdal, traz no capítulo sobre a conveniência do crime uma abordagem que inclui áreas como sociologia, psicologia, administração, comportamento organizacional e criminologia entre outras. Conveniência é um conceito voltado à eficiência da relação tempo-esforço assim como à redução do desconforto ou dor e problemas. Não se refere à preguiça, mas a uma racionalidade e esperteza na economia de esforços de uma pessoa que foca em soluções rápidas e eficientes. Apesar desta teoria não se referir necessariamente a ilícitos, ela sugere que criminosos do colarinho branco possuem forte orientação neste sentido.

A conveniência é uma construção que pode ser absoluta ou relativa. Para agentes com conduta orientada a crimes do colarinho branco, de acordo com a primeira visão, estes delitos *per se* são atrativos. De acordo com a segunda, este tipo de infração é mais vantajosa do que levar adiante ações alternativas para resolver problemas ou se beneficiar de oportunidades que requerem empenho maior. Segundo ambas, para o tipo de criminoso em questão esta modalidade evita ameaças, explora oportunidades em menor tempo, requer diligência reduzida, evita desconforto ou dor e está ainda

associada a termos como rapidez, facilidade, segurança, atratividade e acessibilidade. O indivíduo que se pauta por esta conduta pode fazer uso de truques e de um conhecimento profundo de leis para não deixar rastros claros ou caracterizar suas ações como ilegais de forma inequívoca. Entrando em uma zona cinzenta, consegue explorar todo ambiente de regras e obter vantagens organizacionais, pessoais ou prazer. Assim, um indivíduo orientado à conveniência busca os melhores resultados ponderando o menor horizonte de tempo possível com o mínimo de recursos materiais e energia humana. Neste contexto, não é a conveniência no sentido estrito que importa; o que de fato determina a avaliação de um agente são a percepção, a expectativa e as assunções que tem em mente. Os agentes que exploram este caminho provavelmente variam na forma de apreciar o conjunto de obstáculos presentes, mas todos possuem avaliações subjetivas que tornam este tipo de transgressão atrativa. Alguns eventualmente nem descreveriam obstáculos não requerendo qualquer desvio de conduta portanto. Caso algum desvio fosse necessário, não o caracterizariam como irregular, utilizariam palavras neutras ou até positivas. Por outro lado, muitas pessoas da elite¹ com acesso ao cometimento de atos desta natureza possuem

princípios morais mais rígidos, o que pode explicar por que um número maior de crimes não é cometido.

Outro fator que pode levar membros da elite a cometerem ilícitos desta natureza é a ameaça de falência ou perda financeira. Kouchaki e Desai (2015) – apud – sugerem que as sensações de ansiedade, nervosismo e preocupação levam as pessoas a um comportamento egoísta e ações não éticas voltadas à defesa do interesse próprio para compensarem uma ameaça pessoal. Indivíduos nesta situação tendem a se voltar ao benefício pessoal e subtrair recursos sob sua responsabilidade em seu favor como forma de contrapartida.

Mas não é apenas a ameaça de queda que pode motivar este comportamento, um forte engajamento com objetivos em uma empresa e remuneração orientada a resultados também pode. Kang e Thosuwanchot (2017) – apud – trazem um caso de um executivo de sucesso – Philip R. Bennett na empresa Refco Inc. – bastante envolvido com as metas de sua companhia que cometeu uma fraude contábil escondendo mais de meio bilhão de USD em dívidas. Acabou assumindo sua culpa e cumprindo sentença de 16 anos de prisão.

Estas duas últimas situações – instituição com risco de falência e forte compromisso com objetivos –

¹ Esta palavra é empregada algumas vezes neste texto com a acepção lexical estrita do idioma Português, que é a mesma da literatura original em inglês sobre este assunto ('elite'). Não se deve atribuir a esta palavra as conotações desgastadas. As opiniões contidas nesse texto são de inteira responsabilidade do autor e não refletem necessariamente as da FGV-EESP.

mostram que o alcance a ilícitos dentro de uma corporação pode levar executivos a cometerem ações não éticas. Nos dois casos a atitude não se justifica, mas no primeiro, há um risco de queda no status social do executivo, no segundo este risco não existe, é apenas o desejo de desempenhar melhor que motiva a conduta. O casos de Bernie Madoff e de Eike Batista apresentados a seguir ilustram esta situação.

O conflito acima bastante conhecido entre *principal e agente*² pode tomar proporções grandes quando há oportunidades e/ou cobranças intensas em uma organização e o caráter dos envolvidos é propício. Quem está no topo de uma hierarquia possui considerável autoridade, raramente é questionado e está acostumado a fazer coisas do seu jeito. Quando um líder define implicitamente ou explicitamente uma conduta ilícita ou crime como aceitáveis, seus seguidores tendem a fazer o mesmo. Existem situações envolvendo membros de uma organização onde alguns preferem soluções convenientes a resolver problemas e desafios, mesmo que estas envolvam infrações a leis. Felson e Boba (2010) – apud – definem crime do colarinho branco como um delito com acesso especializado em que o ofensor é

capaz de obter recursos abusando de rotinas organizacionais.

Nem sempre um indivíduo ingressa em uma instituição com mentalidade propícia a ilícitos, desvios de comportamento podem ser aprendidos em processos sucessórios. A transmissão cultural pode explicar por que pessoas relutantes com certos comportamentos, valores e sistemas de crenças mudam. Isto ocorre com o aprendizado entre gerações, predecessores influenciando negativamente sucessores, bem como dentro de uma geração nova, com associações delinquentes entre pares.

Craig e Piquero (2017) – apud – estudaram traços de personalidade que às vezes podem predizer intenção de ofensa a preceitos legais e propensão a crimes do colarinho branco e elencaram dois como os principais: baixo autocontrole e desejo por controle. O primeiro traço reflete a baixa capacidade e motivação de refrear certos desejos e se manter aderente a normas formais, eventualmente indo contra algum tipo de (caldo de) cultura presente em uma organização. Solters (2016) – apud – sugere que pessoas com baixo autocontrole possuem maior dificuldade de resistir a tentações, comportamentos

que existem no Brasil de luta de classes ou de contraposição a uma origem humilde, elite pode se referir também a uma elite intelectual. Este esclarecimento se deve ao alerta de alguns pesquisadores do FGV-Invest sobre este risco ao empregar esta palavra.

² O problema entre *principal e agente* é um conflito de interesses que surge entre uma pessoa ou grupo (*principal*) e representantes (*agentes*) autorizados a atuarem em ~~seu~~ favor do primeiro grupo. Um agente pode atuar de forma contrária à maximização do benefício do principal.

As opiniões contidas nesse texto são de inteira responsabilidade do autor e não refletem necessariamente as da FGV-EESP.

inadequados e, eventualmente, algumas de suas atitudes podem acabar em conduta criminal. O impacto do desejo por controle, por sua vez, depende do nível do primeiro traço. Em contraste com estudos anteriores, Solters menciona que o desejo por controle reduz a propensão ao cometimento de ofensas, mas apenas em indivíduos com elevado autocontrole.

Liang et al. (2016) – apud – sugerem que um comportamento humano adequado requer capacidade de transcender desejos primitivos e habituais para resultar em conduta socialmente apropriada. Quando o autocontrole falha, indivíduos desconsideram as implicações de longo prazo de suas atitudes e sucumbem a desejos primitivos, passando a enganar, manipular ou fazer uso de suborno. O caso da Libor apresentado a seguir perdurou por mais de três décadas, em várias instituições, e é um exemplo onde a transmissão cultural foi um ingrediente necessário.

Em relação ao uso de inteligência e conhecimento de regras de jogo para explorar uma zona obscura, a obra *The Handbook Of White-Collar Crime* de Rorie (2019) apresenta esta questão através da ambiguidade entre forma e essência. As ambiguidades morais e legais que tipificam o crime do colarinho branco - segundo Nelken (2002) apud - podem trazer diversos cenários de práticas de

negócios legítimos e ilegítimos ao mesmo tempo. Lidam com interseções e limites entre estatutos legais, normas sociais, leis, padrões éticos, regulações civis e administrativas e órgãos reguladores. Em todos os casos há uma complexidade grande nos negócios, nas regras e na interpretação do cumprimento. Este traço está de fato presente na maioria dos crimes do colarinho branco e poderá ser identificado pelo leitor nos três casos apresentados adiante.

As perspectivas desta categoria de crimes trazidas por todos os autores acima detalham bem diversos aspectos que movem o tipo de infrator, suas habilidades e características psicológicas. Mas o processo mais abrangente neste tipo de tomada de decisão, que não entra nestes aspectos, já havia sido bem descrito por Gary Becker em seu artigo seminal de 1968, *Crime and Punishment: an Economic Approach*. A abordagem econômica utiliza o conceito de função utilidade para expressar uma sensação de satisfação ou prazer que um agente tem, por exemplo, ao consumir bens. Becker a utilizou para expressar o benefício que o produto de um crime traz ao infrator com bastante propriedade. Segundo o autor, a avaliação *ex-ante* do benefício que uma violação pode trazer, i.e., da expectativa de utilidade, leva em conta os dois cenários possíveis: sucesso e fracasso. Ambos consideram o produto monetário e psicológico do delito, mas o segundo também leva

As opiniões contidas nesse texto são de inteira responsabilidade do autor e não refletem necessariamente as da FGV-EESP.

em conta um equivalente monetário da punição por condenação e sua probabilidade de ocorrência. Além desta probabilidade, os ganhos com o delito são ainda ponderados com um fator que depende, obviamente, de princípios morais. O agente racional faz esta avaliação e toma sua decisão sobre o cometimento do crime. Apesar do viés econômico, este artigo constitui um pilar importante até os dias de hoje. A conclusão deste artigo apresenta a sugestões de alguns autores que incluem a intensificação de punições e o aumento da efetividade das ações legais - este artigo de Becker de 1968 dá suporte a esta abordagem que surgiu décadas depois.

Para ilustrar o que foi exposto acima, o leitor vai ter a oportunidade de identificar em casos verídicos as características apresentadas sobre crimes e seus autores, a presença de inteligência aplicada à complexidade de determinadas situações, bem como à interpretação das regras do jogo, a ponderação entre riscos e benefícios, a conveniência e a oportunidade de praticar delitos bastante sofisticados.

3. **Libor**

A Fundspeople, em um artigo de outubro de 2021, traz uma breve retrospectiva sobre o caso. A Libor (London Interbank Offered Rate, i.e., taxa de juro interbancária londrina) foi criada em 1986 pela

Associação de Banqueiros Britânicos para ser uma referência em transações e refletir a confiança entre os bancos. Durante sua existência, era calculada em cinco moedas (GBP, CHF, EUR, JPY e USD), para sete prazos diferentes dentro de um horizonte de um ano e o fim definitivo desta taxa foi inicialmente previsto para o final de 2021. No final daquele ano este processo estava em ritmo adiantado, apesar disso nem todos os contratos haviam conseguido migrar para novos padrões até setembro de 2022, quando este artigo foi escrito. Índices baseados em taxas observáveis foram implantados, entretanto, quando isto não foi possível, alguma solução ad-hoc com uma Libor sintética foi adotada.

O problema da metodologia desta taxa residia no fato dela não ser observada, mas informada por bancos. Uma taxa de juro contém duas componentes: valor do dinheiro no tempo e risco de crédito. Taxas observadas em mercados interbancários certamente contém estes dois elementos, mas os valores que eram informados, não. Parte da perda de integridade da Libor ocorreu em 2007/2008 com a crise da *sub-prime*, quando fica exposta uma manipulação para baixo das informações providas. Seus usuários ficam desconfortáveis e tem início um processo gradativo de substituição e descontinuação. O número de bancos que participava na sua elaboração já havia diminuído no final de 2021 (já havia sido 18 e estava entre 11 e 16) e o número de transações que a

As opiniões contidas nesse texto são de inteira responsabilidade do autor e não refletem necessariamente as da FGV-EESP.

utilizavam também havia decrescido junto com a sua representatividade.

Em outra reportagem, desta vez na Forbes de agosto de 2021, este escândalo é descrito como segue. A Libor sempre foi uma grande referência para hipotecas, crédito estudantil, contratos de derivativos (e.g. swaps de juro), títulos de dívida pública, CDSs (credit default swaps, que são seguros de crédito) e outros tipos de dívidas. Em 2019, havia USD 1.2 tri em hipotecas e USD 1.3 tri em crédito pessoal ainda atrelados a esta taxa. Seu cálculo era feito diariamente com base na informação submetida por bancos internacionais sobre o juro que eles acreditavam que pagariam se tivessem que captar recursos no mercado interbancário londrino. E este era justamente seu ponto frágil: era baseada em informações discricionárias, que na verdade eram viesadas e previamente acordadas. A ausência de risco de crédito foi identificada quando houve o escândalo do mercado de hipotecas, mas não necessariamente o único em toda sua existência. O conluio era difícil de ser notado, pois a metodologia do órgão responsável, a Intercontinental Exchange Benchmark Administration (IBA), dava uma aparência mais confiável ao evitar informações extremas eliminando os maiores e os menores valores submetidos para então apurar uma média.

Não deve ser visto com surpresa o fato de executivos acordarem previamente a informação que submeteriam. Os profissionais envolvidos podiam influenciar uma taxa que estava presente em carteiras em seus bancos. E o desempenho destas carteiras era base para suas promoções e bônus, forma da contrapartida financeira chegar aos envolvidos neste caso. Deve-se notar que esta ação orquestrada envolveu executivos: (i) da IBA, (ii) dos bancos que informavam suas estimativas e posteriormente usavam a taxa final publicada, (iii) um terceiro grupo composto por profissionais que tinham a percepção do viés e ainda assim a usavam por se beneficiarem, mas que não pertenciam aos dois primeiros grupos. Uma transparência em um processo bastante complexo dava aparência de lisura, afinal perceber a manipulação de uma taxa de juros feita através de um arranjo deste tipo não é algo trivial.

Em 2012 uma ampla investigação sobre como a taxa interbancária londrina era formada descobriu um grande esquema de manipulação que já durava muito tempo envolvendo vários bancos – incluindo

As opiniões contidas nesse texto são de inteira responsabilidade do autor e não refletem necessariamente as da FGV-EESP.

Barclays, Deutsche Bank, Rabobank, UBS e o Royal Bank of Scotland.³

Dentre os envolvidos em todo processo, as pessoas físicas tomadoras de recursos para hipotecas ou créditos estudantis dificilmente teriam o conhecimento necessário para desconfiarem de alguma fragilidade. Apesar disso o restante dos agentes que trabalhava nos mercados financeiros em diversos países – particularmente gestores de risco e autoridades regulatórias – teriam a obrigação de ter notado esta vulnerabilidade. Mas por que então isto ocorreu? Na época, maioria das pessoas diria que a Libor era uma taxa confiável e que não havia motivos para receio. E parte dos que pudessem identificar a vulnerabilidade possivelmente tinham interesse no viés. Mas também deve-se notar que muitas pessoas em cargos de direção nos órgãos reguladores poderiam ter interesse em manter o processo, pois vinham de instituições privadas – que eram o objeto da sua regulação – permaneciam um tempo nestes órgãos e retornavam às suas origens, provavelmente em posições melhores.

Esta manipulação – que teve início em 1986 totalizando três décadas – sobre a qual não se pode alegar desconhecimento, pelo menos a partir de 2008, acabou se mostrando incompatível com as necessidades do setor financeiro. E como esperado, as novas proposições para suceder a Libor no final de sua existência já eram todas baseadas em números observáveis, em linha com a revisão independente conduzida por Martin Wheatley, membro do FSA (*Financial Service Authority*), em setembro de 2012. Foram necessários, contudo, aproximadamente nove anos para uma transição. O FSA, um *corpo quase-judicial* responsável pela regulação da indústria de serviços financeiros, existiu no Reino Unido de dezembro de 2001 a abril de 2013, tendo sido extinto pelo *Financial Services Act* de 2012 por falhas em sua atuação regulatória. Entretanto, é interessante observar que o *Chairman* do FSA de maio de 2008 a março de 2013, Lord Turner of Ecchinswell, veio do setor privado tendo atuado em bancos e outras instituições. Adicionalmente, o CEO deste mesmo órgão de julho de 2007 a março de 2013, Hector Sants, ingressou nesta instituição em maio de 2004 como diretor gerente, egresso do setor financeiro privado. Após

³ Em um dos episódios o Barclays tinha um papel chave em informar uma taxa inferior ao que outros bancos informariam. Uma taxa menor indica uma situação de risco menor e, portanto, que o banco está em melhores condições que outro com taxa maior. No UBS, um funcionário envolvido na definição da Libor, Thomas Hayes, fez transações no volume de centenas de milhões de dólares. Hayes também estava em conluio com funcionários do Royal Bank of Scotland nesta manipulação. Executivos do UBS negaram conhecimento do que estava acontecendo.

As opiniões contidas nesse texto são de inteira responsabilidade do autor e não refletem necessariamente as da FGV-EESP.

sua saída, tornou-se diretor de *compliance* de um dos bancos envolvido neste escândalo.

Não é incomum notar uma relação próxima entre reguladores no setor público e regulados no setor privado. Isto parece acontecer em toda parte, nem sempre é espúrio, mas a doce captura entre essas partes pode ser bastante prejudicial às vezes. Apesar de não se poder imputar dolo de forma objetiva no caso do FSA, seus membros em posições-chaves tinham este tipo de relação com seus regulados e falharam em perceber uma fragilidade que, *ex post*, pode ser considerada óbvia. Tal tipo de ação quando praticada em grupo ensejando aprendizado e sinergia possivelmente aumenta os ganhos esperados de cada indivíduo, reduz a probabilidade de insucesso, além de diluir a atribuição de culpa. O aprendizado pode ser tanto entre pares ou imposto através de hierarquia e/ou através de gerações ao longo de décadas e sempre colabora com a continuidade do delito. Nos próximos dois casos esta característica não está presente mostrando que não é *sine qua non*.

4. **Bernie Madoff**

Outro crime que se tornou famoso no mercado financeiro também explorou uma falha regulatória. Balanços que continham números de comprovação frágil foram aceitos por muito tempo sem contestação. Apesar deste não ter sido o único

ingrediente, ele foi absolutamente necessário para este ilícito perdurar por décadas e assumir valores bastante expressivos.

Este caso teve início no começo da década de 1960, quando Bernard Madoff iniciou sua carreira no mercado financeiro. Foi o arquiteto do maior esquema Ponzi na História até então que ruiu em 2008 totalizando mais de USD 70 bi em prejuízos e morreu na prisão aos 82 anos em abril de 2021. Bernie, como era conhecido, acompanhou a informatização das transações financeiras, tomou-se influente e respeitado em seu segmento na década de 1970, particularmente entre os *traders*. Considerado por muitos um visionário, chegou a negociar mais de 5% do volume da bolsa de Nova Iorque e foi um dos investidores mais bem pagos de Wall Street. E apenas com a crise financeira de 2007/2008, quando saques de clientes superaram novos depósitos de forma expressiva nos fundos que administrava, tornou-se claro que ele havia se engajado em práticas questionáveis desde que ingressou no mercado de investimentos.

Ao longo de toda existência destes fundos com relação risco retorno ímpar em todo mercado financeiro, houve uma apuração que chegou a tangenciar o problema, mas que apenas tornou as origens de seus recursos mais robustas do ponto de vista regulatório. No início dos anos 60, Madoff foi

As opiniões contidas nesse texto são de inteira responsabilidade do autor e não refletem necessariamente as da FGV-EESP.

objeto de uma investigação que não focava o âmago do seu esquema de pirâmide e acabou não sendo cerceado suas em ações centrais. Ele havia começado a aceitar dinheiro levantado por dois contadores de sua confiança que emitiam papéis, mas que de fato não estavam registrados na S.E.C. (*Security and Exchange Commission*, a comissão de valores mobiliários americana) em consonância com a lei vigente. Esta comissão fechou este negócio clandestino de gestão de dinheiro em 1992, depois de haver captado aproximadamente USD 500 mi de clientes, que acreditavam que seus recursos estavam sendo investidos segundo as normas em vigor.

Reguladores processaram estes dois contadores, mas falharam em seguir as operações que Madoff de fato fazia. Os recursos foram devolvidos aos proprietários com dinheiro de outro grande cliente, de acordo com depoimento apurado em processo em corte federal relacionado a esta fraude. Descobriu-se mais tarde que a maior parte destes recursos voltou quase imediatamente para o Sr. Madoff, pois seus clientes estavam acostumados às taxas de retorno estáveis e confiáveis dos investimentos *seguros* que viam nos demonstrativos que recebiam.

Naquela época, *hedge funds*, fundos de pensão e fundos de universidades confiavam centenas de milhões de USDs a este esquema, apesar de uma

operação de negócio que era mantida em segredo, sistemas contábeis antiquados que deveriam levantar suspeitas e auditorias independentes assinadas por pequena empresa de um único funcionário sediada em escritório em subúrbio.

Análises posteriores sugeriram que o esquema *Ponzi* de Madoff durou tanto tempo porque seu apelo exerceu maior influência no medo do que na ganância de seus clientes: ele prometia consistência e estabilidade nos retornos em um mercado com volatilidade elevada e inconstante. Sempre entregou a rentabilidade assegurada nunca tendo deixado de honrar um resgate sequer com o retorno que havia previsto - mas é importante ressaltar que precisou fraudar demonstrativos para vibilizar esta entrega. Soube como lidar com a sensação assimétrica que um investidor tem de perceber perdas mais severamente que ganhos equivalentes. Este assunto é bem explorado em finanças comportamentais, é alicerçado nos trabalhos sobre vieses cognitivos de Tversky e Kahneman, e ajuda a compreender decisões de muitos investidores. Apesar da abordagem comportamental encontrar razões para muitos erros cometidos por investidores individuais, a aversão a perdas não é necessariamente ruim, pois ajuda a preservar seus patrimônios. Entretanto, neste caso, favoreceu o idealizador de um negócio que lidava com o desejo que seus clientes tinham de escutar e ver em seus extratos. A relação risco

As opiniões contidas nesse texto são de inteira responsabilidade do autor e não refletem necessariamente as da FGV-EESP.

retorno excelente, única e irreal deveria ter chamado a atenção de investidores institucionais, além de autoridades regulatórias, que possuíam o conhecimento necessário para isso, mas até estes falharam.

Em meados dos anos 90, surgiu uma indústria de fundos que captava recursos e servia como portal através do qual investidores eram iludidos pela capacidade que Bernie possuía de persuadir prometendo retornos estáveis. Estes fundos captaram bilhões de USDs que eram usados pelo esquema para pagar lucros prometidos para seus clientes anteriores e cobrir resgates quando necessário. Como resultado os investidores que acreditaram nesta pirâmide obtiveram prejuízos de aproximadamente USD 60 bi em relação aos valores prometidos. Enquanto as perdas do principal inicialmente aplicado foram de cerca de USD 17,5bi.

Nem mesmo os controles internos e responsabilidades impostos pelo SOx (*SOx: Sarbanes-Oxley Act de 2002*) como resposta a balanços fraudulentos nos EUA foram adequadamente verificados pelos reguladores. Os procedimentos requeridos por esta lei na geração de informações financeiras têm o papel de aumentar a transparência, em caso de problemas, facilitar a investigação, a produção de evidências e materialidade perante a justiça. Apesar dos

instrumentos introduzidos pelo SOx, os reguladores não detectaram esta pirâmide em seus últimos anos.

Apenas a crise das hipotecas de 2007/2008 trouxe à tona o problema resultando na condenação de seu idealizador que assumiu toda responsabilidade. Em julho de 2009, Madoff começou a cumprir uma pena de 150 anos por um crime que está entre os maiores ilícitos financeiros e o principal esquema Ponzi até seu cometimento. Para vítimas que estiveram presentes quando a sentença foi proferida, ele deveria de fato ter uma prisão perpétua pelos danos que causou.

O que Kouchaki e Desai (2015) descrevem sobre sensações de ansiedade, nervosismo e preocupação levarem a ações não éticas voltadas à defesa do interesse próprio pode ser ilustrado neste caso por muito tempo.

Mas o presídio não foi o fim da '*carreira*' de Bernie. Pessoas fortemente orientadas à conveniência, quando encarceradas, tendem a não sofrer muito com a sua situação. Dedicam pouco tempo a questões que surgem no presídio fora de seu alcance. Desejam sobreviver neste ambiente da melhor forma possível e, portanto, evitam circunstâncias de tensão ou desafiadoras. Um artigo da *Época Negócios* de 2017 sobre Madoff descreve que ele estava atrás das grades e muito bem, era uma estrela na prisão pois havia roubado mais

As opiniões contidas nesse texto são de inteira responsabilidade do autor e não refletem necessariamente as da FGV-EESP.

dinheiro do que qualquer outro na história e isso fazia dele um herói entre seus colegas. Havia criado um monopólio dentro da penitenciária federal de Butner, na Carolina do Norte, de comercialização de uma bebida instantânea de chocolate, a Swiss Miss, adquirindo o produto das autoridades do presídio e revendendo aos demais detentos a um preço maior.

Entretanto, no que tange à sua vida pessoal, houve desdobramentos trágicos. Sua família, que partiu de uma posição respeitada na sociedade com um bom padrão de vida e contribuía com filantropia, enfrentou o seguinte desfecho. No segundo aniversário após a prisão de Bernie, um de seus filhos, Mark, se enforcou. Seu outro filho, Andrew, morreu em consequência de um câncer que se agravou com o estresse do processo do pai e sua esposa perdeu quase todos os bens que possuía. Infelizmente este caso possui consequências dramáticas sob diversos aspectos.

5. **Eike Batista**

Assim como o caso anterior, este precisou de um protagonista com grande capacidade de convencer pessoas. Em notícia da Forbes de novembro de 2013, o *boom* do pré-sal no Brasil havia acabado e a primeira vítima havia sido o ex-piloto de lanchas offshore e ex-bilionário Eike Fuhrken Batista Da Silva, dono da empresa OGX Petróleo & Gás. As demais partes interessadas, acionistas e credores,

As opiniões contidas nesse texto são de inteira responsabilidade do autor e não refletem necessariamente as da FGV-EESP.

também estavam na lista de vítimas. Esta empresa parou de ser negociada na bolsa em 30 de outubro daquele ano algumas horas depois de pedir falência para contar com a proteção deste tipo de processo.

Paralelamente, neste mesmo cenário a Petrobrás também estava sendo afetada pelo mesmo problema da OGX, mas com uma capacidade bem maior de absorver custos em um projeto de perfuração profunda que custava muito mais que qualquer cenário havia considerado. Reduziu suas atividades fora do Brasil, passando de 23 para 17 países, em virtude da necessidade de saldar dívidas vultuosas contraídas para desenvolver a tecnologia de perfuração adequada e manter o sonho do pré-sal vivo.

Batista foi o idealizador e fundador da OGX, além de ser o primeiro bilionário do petróleo no Brasil com fortuna estimada em USD 30 bi pela Forbes. Em novembro de 2013, ele provavelmente passou a possuir USD 300 mi. Este fracasso custou aos investidores até então USD 3.6 bi, sendo a PIMCO, empresa de investimentos globais na Califórnia, a maior participante estrangeira. Esta falência foi a maior da América Latina até sua época.

Quando a OGX foi listada na bolsa brasileira em junho de 2008, a Goldman Sachs estava projetando o preço do barril de petróleo em USD 200 e o preço das ações da Petrobrás estava em alta. Houve

excesso de confiança. Bazerman e Moore (2014), em seu livro *Processo Decisório*, que também aborda vieses cognitivos, no capítulo sobre excesso de confiança, mãe de todos os vieses, cita o caso do grupo EBX. O contexto positivo de declarações do governo, investimentos da Petrobrás e projeções de preços alimentaram este evento, que também desencadeou muitos conflitos, bolhas de mercado de ações, greves, processos desnecessários, falências e fusões e aquisições malsucedidas. A retórica de Eike, que era uma pessoa carismática e persuasiva, nitidamente superestimou seu empreendimento levando agentes locais e internacionais a investirem sem o embasamento necessário.

Até o ano anterior, a OGX havia estimado grandes reservas de petróleo e estava completamente equivocada. É importante notar que o setor inteiro no país – que compreendia OGX, Petrobrás e empresas no entorno como por exemplos fornecedores de plataformas – investiu muito acima do que deveria; e este setor também vendeu seus prospectos ao mercado por valor muito maior que as descobertas vieram a confirmar.

Outro dado interessante sobre a OGX era um contrato de opções de venda entre a empresa e Eike que permitia esta companhia vender ações a seu controlador majoritário caso necessitasse capital e não houvesse uma alternativa mais vantajosa. Com

isto Eike estava segurando a continuidade do negócio desta empresa em caso de adversidades e aumentando a confiança de investidores minoritários. E, de fato, as perspectivas que existiam sobre o negócio quando este contrato foi firmado não se concretizaram. Antes de anunciar esta informação negativa relevante ao mercado, seu controlador vendeu parte das ações que possuía e o exercício deste seguro, i.e., as opções, foi bastante conturbado e controvertido. Ficou localmente conhecido como “a *put* que pariu” (opções de venda também são conhecidas como *puts*). Este evento é interessante, mas possui características muito técnicas para o escopo deste texto.

A Veja, em 2015, traz em uma de suas matérias que Eike havia repassado BRL 184 mi a seus filhos e ex-mulher um mês antes da OGX assumir a inviabilidade de seu negócio, levantando suspeita de lavagem de dinheiro e ocultação de patrimônio.

A Agência Brasil em fevereiro de 2021 noticiou que Eike havia sido condenado a 11 anos de prisão e pagamento de BRL 871 mi pelos crimes de *insider trading* (uso de informação privilegiada) e de manipulação de mercado. Entretanto, existem outros processos e condenações relacionados a Eike e suas empresas, que ainda podem ser encontrados em diversos órgãos de notícias, envolvendo a MMX,

As opiniões contidas nesse texto são de inteira responsabilidade do autor e não refletem necessariamente as da FGV-EESP.

empresa do ramo de mineração, a CCX Carvão Colômbia, entre outras, assim como pessoas no seu entorno, incluindo um irmão, este também por *insider trading*. Esta é a situação quando este artigo foi escrito, mas deve-se notar que alguns de desses processos ainda admitem recursos.

Mais uma vez a perspectiva da economia comportamental pode ser utilizada para examinar alguns pontos. Em primeiro lugar, um clima excessivamente otimista criado por uma expectativa de existência de petróleo, que efetivamente não se confirmou em sua totalidade. Analistas do setor também colaboraram projetando o barril de petróleo a USD 200 e ciclos nos preços de *commodities* são muito conhecidos na literatura da área. Adicionalmente, uma estatal gigantesca fazendo investimentos massivos e palavras muito confiantes de um governo também contribuíram para alimentar o *momentum* neste setor. Todos os investidores, incluindo os majoritários, ignoraram a possibilidade de fracasso e aportaram volumes de recursos muito expressivos. Isto induziu minoritários a fazerem o mesmo, guardadas as devidas proporções. Deve-se ainda notar o fato de uma empresa que capta recursos em uma bolsa de valores ser obrigada a informar aos investidores os riscos que correm e, novamente *post-mortem*, é claro que a CVM (Comissão de Valores Mobiliário) falhou em exigir

melhores informações tanto da OGX como da Petrobrás.

Diferentemente do caso de Bernie, em que a aversão a perdas foi o principal atrativo, a possibilidade de ganhos extraordinários é que orientou as decisões no pré-sal. Acreditar na possibilidade de lucros fantásticos é também um dos aspectos comportamentais de investidores que pode afastá-los de uma racionalidade perfeita assumida na teoria econômica. O próprio Eike, o governo brasileiro e a Petrobrás possivelmente também foram vítimas deste tipo de comportamento, i.e., não investiram sabendo que iriam perder. Em contraste, Bernie sabia que seus fundos não eram rentáveis e que ruiriam se houvesse uma corrida para saques.

Para a Petrobrás o pré-sal era mais uma iniciativa entre muitas. Vendeu ativos que possuía em outros países, cobriu prejuízos e este evento não teve grande repercussão. Se fosse uma iniciativa do governo através de uma entidade legal criada com este único propósito, o erro ficaria mais evidente. Os investidores minoritários desta estatal não sofreram tanto quanto os da OGX.

Apesar de apenas parte do risco ter sido conhecida - falha regulatória que fez parte desse jogo tanto para a Petrobrás como para a OGX - Eike também se comportou como Kouchaki e Desai (2015) descreveram. Não comunicou ao mercado

As opiniões contidas nesse texto são de inteira responsabilidade do autor e não refletem necessariamente as da FGV-EESP.

informações negativas até concluir algumas ações de interesse próprio.

Outro ponto a ser observado é a proximidade do empresário Eike com ex-membros do governo, que estiveram inclusive no conselho de administração e saíram dias antes do escândalo acontecer. Um deles havia sido ministro de minas, outro, ministro da economia e outra, juíza da Supremo Tribunal Federal. Apesar de não haver qualquer indício de irregularidade a este respeito, a relação com o governo esteve presente através de ex-funcionários públicos de elevada posição.

O empresário sofreu processos, esteve na cadeia, foi condenado a pagar multa para a CVM, mas a manipulação que exerceu e acabou em prejuízo para diversos investidores não pode ser revertida.

6. Conclusão e o Que Esperar

O presente artigo analisa os crimes do colarinho branco, particularmente os financeiros, do ponto de vista de quem os comete explorando falhas e oportunidades que encontram. Faz provocações ao leitor com a existência de vulnerabilidades que se tornam claras apenas após os esquemas ruírem e serem largamente noticiados. Os três casos apresentados são bem conhecidos e permitem identificar as características descritas na literatura. São praticados por membros da elite da sociedade

que atuam em grandes empresas, políticos, altos funcionários de órgãos do governo, profissionais liberais, costumam lidar com volumes expressivos de recursos e ser orientados à conveniência. Possuem normalmente características psicológicas e cognitivas que tornam eventuais distúrbios de personalidades não evidentes, exceto por definirem suas ações como lícitas, além de utilizarem palavras positivas na sua descrição. Adicionalmente, costumam ser persuasivos, sabem muito bem explorar zonas obscuras nas regulações a que estão sujeitos, órgãos reguladores parecem não perceber suas ações, mas pode ainda haver conluio. Todas estas características estão presentes nos casos apresentados.

Deve-se ainda atentar ao fato de que, antes de um esquema ruir, a aparência de normalidade predomina e a falha de todos os reguladores em interpretar indícios se torna evidente apenas no momento seguinte à ruptura. Existe uma dificuldade natural imposta pela inteligência e criatividade dos autores, mas, a bem da verdade, todos os crimes possuem características peculiares que desafiam as autoridades. Diante de todos esses obstáculos, a questão natural que surge é: como seria possível prevenir, reduzir ou combater o tipo de transgressão aqui abordado? Lord, N. and van Wingerde, K. (2019) em seu texto *'Preventing and Intervening in White-Collar Crimes: The Role of Law Enforcement'*

As opiniões contidas nesse texto são de inteira responsabilidade do autor e não refletem necessariamente as da FGV-EESP.

buscam medidas para aumentar a efetividade e reconhecem que a resposta a crimes, principalmente quando os ofensores pertencem à elite, tem sido com regulação, persuasão ou negociação para o cumprimento da lei através de mecanismos internos em corporações (*compliance*), ao invés do enrijecimento da lei e de investigações criminais. Um endurecimento das sanções reduziria a expectativa de ganhos, o que certamente inibiria parte dos crimes.

Também mencionam diversas providências, entre elas uma abrangência maior de quem as autoridades devem monitorar, citam autores que defendem não apenas pessoas com colarinho branco, mas também quem está em posições menos elevadas. Outra contribuição pode vir do melhor entendimento das estruturas de oportunidades, i.e., do conjunto de elementos que deve estar presente para estes crimes acontecerem, da gravidade e das consequências. A análise de *script*, que constitui uma investigação do cometimento do crime e dos atores envolvidos, proporciona um entendimento abrangente e se mostrou bem-sucedida no desenvolvimento de medidas de combate e prevenção.

Em relação à atribuição da responsabilidade para regular e fiscalizar, existe a dificuldade de os crimes aqui tratados possuírem muitos reguladores, leis e

órgãos fiscalizadores, com jurisdições inclusive em diversos países. Conforme apresentado, empresas com ações em bolsa, fundos de investimentos, bancos e autoridades que definem taxas de juro estão sujeitos a leis e controles distintos. As ofensas, os prejudicados, os tipos de prejuízos e os *modi operandi* são diferentes e reunir todo escopo em poucas medidas é virtualmente impossível. Cada órgão regulador deve, portanto, ter suas iniciativas e fiscalizar. Mediante problemas, gerar provas e materialidade de acordo com a Constituição, legislação tributária, penal, societária (para corporações) e administrativa (para órgãos governamentais) para que a justiça consiga cumprir seu papel adequadamente em cada país. Esta atuação deve ter um escopo amplo para monitorar adequadamente diversas etapas e envolvidos. A legislação criminal também pode ser adequada e intensificada pois é frequente encontrar punições mais severas quando os ofensores não pertencem à elite.

Apesar das dificuldades inerentes a este tipo de ilícito, avanços são possíveis.

Referências

Abdala, V., "Eike Batista é condenado a 11 anos de prisão por crimes contra mercado", Agência Brasil, 12 Fevereiro, 2021, acessado em 04 Dezembro

As opiniões contidas nesse texto são de inteira responsabilidade do autor e não refletem necessariamente as da FGV-EESP.

2021, <<https://agenciabrasil.ebc.com.br/geral/noticia/2021-02/eike-batista-e-condenado-11-anos-de-prisao-por-crimes-contra-mercado>>.

Bazerman, Max H., and Dom Moore. "Processo decisório Rio de Janeiro." (2014).

"Bernie Madoff cria monopólio de chocolate quente – dentro da prisão", *Época Negócios*, 26 Janeiro 2017, acessado em 21 Novembro 2021, <<https://epocanegocios.globo.com/amp/Dinheiro/noticia/2017/01/bernie-madoff-cria-monopolio-de-chocolate-quente-dentro-da-prisao.html>>.

Durrant, Russil. *An introduction to criminal psychology*. Routledge, 2018.

Gaspar, M., Cerqueira, S., Pessoa, D., "A rotina do ex-bilionário Eike Batista e sua família em meio à crise", *Veja*, 07 Março 2015, acessado em 04 Dezembro 2021, <<https://vejario.abril.com.br/cidade/eike-batista-e-seu-cla-no-olho-do-furacao-empresario-ogx-imperio-x/amp/>>.

Becker, Gary S. "Crime and punishment: An economic approach." *The economic dimensions of crime*. Palgrave Macmillan, London, 1968. 13-68.

Gottschalk, Petter. *Investigating white-collar crime*. Springer, 2017.

Gottschalk, Petter, and Lars Gunnesdal. *White-collar crime in the shadow economy: Lack of detection, investigation and conviction compared to social security fraud*. Springer Nature, 2018.

Henriques D. B., "Bernard Madoff, Architect of Largest Ponzi Scheme in History, Is Dead at 82", *New York Times*, 14 Abril, 2021, acessado em 28 Outubro 2021, <<https://www.nytimes.com/2021/04/14/business/bernie-madoff-dead.html>>.

As opiniões contidas nesse texto são de inteira responsabilidade do autor e não refletem necessariamente as da FGV-EESP.

Marquit, M., Curry, B., "What Is Libor And Why Is It Being Abandoned?", *Forbes Advisor*, 10 Agosto 2021, acessado em 18 setembro 2021, <<https://www.forbes.com/advisor/investing/what-is-libor/>>.

Pearson, S., "Eike Batista and the mysterious OGX put option", *Financial Times*, Setembro 2013, acessado em 02 Novembro 2021, <<https://www.ft.com/content/2326ec49-ce85-36bc-a290-1c636b7e6b1f>>.

Rapoza, K., "Former Brazil Billionaire Delists", *Forbes*, 13 Novembro 2013, *Forbes*, acessado em 02 Novembro 2021, <<https://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2013/11/13/brazil-billionaire-delists-ogx-as-national-oil-firms-step-off-the-gas/?sh=2471103278f4>>.

Rodríguez, L. R., "SOFR: O que é e por que é uma Alternativa á LIBOR?", *Fundspeople*, 1 de outubro de 2021, acessado em 20 Novembro 2021, <<https://fundspeople.com/pt/glossario/sofr-o-que-e-e-porque-e-uma-alternativa-a-libor/>>.

Rorie, Melissa L. *The handbook of white-collar crime*. John Wiley & Sons, 2019.

Rushe, D., Helmore, E., "Bernie Madoff, financier behind largest Ponzi scheme in history, dies in prison", *The Guardian*, 14 Abril 2021, acessado em 28 Outubro 2021, <<https://www.theguardian.com/us-news/2021/apr/14/bernie-madoff-dies-prison-ponzi-scheme>>.

*** Ana Luiza Vieira Santos é mestre em Direito pela PUC-SP e pesquisadora do Centro de Estudos em Processos de Investimento – FGVINVEST / EESP.**

**** Martin Rahal é doutor em Economia pela FGV/EESP e pesquisador do Centro de Estudos em Processos de Investimento – FGVINVEST / EESP.**