

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

Isabela Lins Martini

Tratamento Jurídico de Pirâmides Financeiras e Esquemas Ponzi no Brasil e no Mundo

MESTRADO EM DIREITO

São Paulo

2020

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

Isabela Lins Martini

Tratamento Jurídico de Pirâmides Financeiras e Esquemas Ponzi no Brasil e no Mundo

Dissertação de Mestrado apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito, na área de Direito das Relações Econômicas Internacionais, sob a orientação do Prof. Dr. Antônio Márcio da Cunha Guimarães.

São Paulo

2020

Autorizo exclusivamente para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta Dissertação de Mestrado por processos de fotocopiadoras ou eletrônicos.

Assinatura _____

Data _____

e-mail: isalinsmartini@hotmail.com

Sistemas de Bibliotecas da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo -
Ficha Catalográfica com dados fornecidos pelo autor

M386 Martini, Isabela Lins
Tratamento Jurídico de Pirâmides Financeiras e
Esquemas Ponzi no Brasil e no Mundo. / Isabela Lins
Martini. -- São Paulo: [s.n.], 2021.
161p. il. ; 15 cm.

Orientador: Antônio Márcio da Cunha Guimarães.
Dissertação (Mestrado)-- Pontifícia Universidade
Católica de São Paulo, Programa de Estudos Pós
Graduados em Direito.

1. Pirâmide Financeira. 2. Esquema Ponzi. 3.
Crimes contra a Economia Popular. 4. Lei n. 1.521.
I. Guimarães, Antônio Márcio da Cunha. II. Pontifícia
Universidade Católica de São Paulo, Programa de
Estudos Pós-Graduados em Direito. III. Título.

CDD

Isabela Lins Martini

Tratamento Jurídico de Pirâmides Financeiras e Esquemas Ponzi no Brasil e no Mundo

Dissertação de Mestrado apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de MESTRE em Direito, na área de Direito das Relações Econômicas Internacionais, sob a orientação do Prof. Dr. Antônio Márcio da Cunha Guimarães.

Aprovada em: __/__/__

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Antônio Márcio da Cunha Guimarães (orientador)

Aos meus pais, Alexandre e Mariângela, por tamanho apoio e carinho,
A meus avós, pelo companheirismo,
Ao Thiago, pelo amor e pela força.

AGRADECIMENTOS

O presente trabalho é fruto de intensa experiência no programa de mestrado em Direito da Pontifícia Universidade Católica. Tenho orgulho de fazer parte do corpo discente da universidade e de poder dizer que sou “filha da PUC” já há bons anos.

Agradeço especialmente ao meu orientador, Professor Antônio Márcio da Cunha Guimarães, pela orientação durante esses últimos anos, pelos valiosos conselhos, pela constante disponibilidade, assim como por tantas oportunidades acadêmicas em artigos, seminários e aulas que me fizeram crescer e perceber tamanha afinidade que tenho com a academia.

Agradeço ao Professor Marcio Pugliesi pelas aulas instigantes e que nos faziam refletir, debater, muito tempo depois da sala de aula; assim como pelo apoio durante a qualificação e pelas inestimáveis sugestões. Agradeço imensamente ao Professor Luiz Gonzaga Modesto de Paula pela atenção que teve durante a fase da qualificação, por ter analisado tão minuciosamente meu trabalho e ter realizado recomendações tão oportunas.

Às companheiras desses últimos anos no Mestrado, Natalia, Marianne, Nubia, Hirdan Katarina e Nubia, com quem dividi alegrias e preocupações. Aos amigos que me apoiaram nessa trajetória, Marcela, Camila, Isaac e Laura.

Este trabalho foi fruto de intensa luta e só foi possível graças ao apoio das pessoas mais próximas a mim. Agradeço imensamente a meus pais e à Bia por tanto apoio e carinho; a meu amado Thiago, a pessoa que caminhou comigo nessa jornada e tanto me amparou desde a concepção do projeto desse trabalho; a minha avó Maria Martha pelo companheirismo e pelos ensinamentos preciosos; e a meu avô Teófilo, que foi quem mais me ensinou sobre mercado financeiro e de capitais. Por conta deles, sei o que é ser amada e a eles devo minha eterna gratidão.

Agradeço Santo Antônio e a Nossa Senhora de Fátima, meus guias que me atenderam em todas as horas de aflição.

A Deus, que me trouxe até aqui.

RESUMO

Pirâmides financeiras e esquemas Ponzi são delitos em crescimento exponencial no Brasil e em diversos países. Apesar desse crescimento, percebemos que não há discussão jurídica a respeito de sua tipificação, apesar de ser possível encontrar diferentes enquadramentos penais de acordo com as instituições públicas. Entendemos que deve existir ao menos uma preocupação a respeito da desse assunto, a fim de que a ocorrência de tais crimes diminua. A título de conhecimento, o esquema Ponzi é um processo fraudulento no qual as vítimas investem seus capitais em suposto empreendimento, com promessa de alto rendimento, contudo, não há objeto em si, os capitais injetados são apenas repassados, pelo *con artist*, entre as vítimas, em pequenas porcentagens, a título de rendimento. Já a pirâmide financeira é diferente processo fraudulento, consubstanciado na captação de recursos da população, geralmente mascarado por meio do Marketing Multinível, lastreado no capital auferido apenas na entrada de novos participantes, que é repassado para os próximos níveis. A fim de entendermos a fundo como são perpetrados esses delitos, que absorvem a poupança pública, estudamos seus meios – o Marketing Multinível e os valores mobiliários. Trouxemos os principais casos, inclusive aqueles que tiveram impacto a nível nacional e a nível global para termos ideia de como tais transgressões podem afetar a economia de um país. Como será explicado, entendemos que deve ser aplicado o tipo penal da Lei da Economia Popular a esses delitos, em razão de tutelar a captação dos recursos públicos. Por fim, realizamos análise jurisprudencial para investigar como os tribunais julgam esses delitos. Felizmente, percebemos que esses delitos são julgados conforme a Lei n. 1.521, de 1951. Em suma, trouxemos diversos dados e posicionamentos de autores brasileiros e estrangeiros para embasar nosso posicionamento, assim como para justificar a importância do nosso estudo.

PALAVRAS-CHAVE: pirâmide financeira; esquema Ponzi; crimes contra a economia popular; Lei n. 1.521.

ABSTRACT

Financial pyramids and Ponzi schemes are exponentially growing crimes in Brazil and in several countries. Despite this growth, we realize that there is no legal discussion regarding its classification, although it is possible to find different penal frameworks according to the public institutions. Entendemos que deve existir ao menos uma preocupação a respeito da desse assunto, a fim de que a ocorrência de tais crimes diminua. As a matter of knowledge, the Ponzi scheme is a fraudulent process in which victims invest their capital in a supposed undertaking, with a promise of high yield, however, there is no object in itself, the injected capital is only passed on, by the con artist, between the victims, in small percentages, as income. The financial pyramid, on the other hand, is a different fraudulent process, embodied in raising funds from the population, usually masked through Multilevel Marketing, backed by the capital earned only upon the entry of new participants, which is passed on to the next levels. In order to understand in depth how these crimes, which absorb public savings, are perpetrated, we studied their means - Multilevel Marketing and securities. We brought the main cases, including those that had an impact at the national and global level, to have an idea of how such transgressions can affect a country's economy. As will be explained, we understand that the criminal law of the Popular Economy Law should be applied to these crimes, due to the tutelage of the raising of public resources. Fortunately, we realize that these crimes are judged according to Law no. 1,521, from 1951. In short, we brought several data and positions from Brazilian and foreign authors to support our position, as well as to justify the importance of our study.

KEYWORDS: financial pyramid; Ponzi scheme; crimes against the popular economy; Law no. 1.521.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Progressão geométrica de pirâmide financeira.

Figura 2 – *Red flags* das pirâmides financeiras.

Tabela 1 – Progressão geométrica de pirâmide financeira.

Tabela 2 – Informações relativas à captação de capital, taxa de retorno mensal, número de clientes, passivos, ativos, total devido e média do que foi devido em pirâmides financeiras na Albânia.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Dados referentes às vendas diretas em 2020, a nível global, publicados pela *World Federation of Direct Selling Associations*.

Gráfico 2 – Dados referentes à inflação entre 1990 e 1998 na Albânia.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	12
I – CONCEITOS E FUNCIONAMENTO DE PIRÂMIDE FINANCEIRA E DE ESQUEMA PONZI	20
I.1 - Conceitos	20
I.1.1 - Esquema Ponzi	20
I.1.2 - Pirâmide Financeira	23
I.1.3 - Diferenciação na prática	34
I.2 - Estruturação e funcionamento por meio de:	35
I.2.1 - Valores mobiliários	35
I.2.2 - Marketing Multinível	51
I.2.3 – Conceito de <i>con artist</i>	60
II – CASOS RELEVANTES NO BRASIL E NO MUNDO	60
II.1 - Estados unidos	60
II.1.1 - Caso Charles Ponzi.....	60
II.1.2 - Caso Madoff	65
II.2 - Albânia	80
II.3 - Portugal	87
II.4 - Brasil	93
II.4.1 - Caso Avestruz Master	93
II.4.2 - Caso Boi Gordo	96
III – RESPONSABILIDADE DO CON ARTIST	98
III.1 - O Direito Penal Econômico e a Lei 1.521, de 1951	98
III.2 - Crime contra o Sistema Financeiro Nacional (Lei n. 7.492, de 1986)	109
III.3 - Crime contra o Mercado de Capitais (Lei n. 6.385, de 1976)	116
III.4 - Crime contra a Relação de Consumo (Lei n. 8.137, de 1990)	127
III.5 Análise jurisprudencial.....	131
CONCLUSÃO	141
REFERÊNCIAS	146

INTRODUÇÃO

Observamos, hoje, um Brasil com uma crescente incidência de crimes relacionados à ordem econômica, principalmente crimes contra a economia popular¹. Nos últimos anos, os crimes cometidos em meio virtual, em particular, aumentaram exponencialmente², caracterizando-se como uma nova modalidade criminosa com repercussões na economia e na poupança popular.

Diversos são os tipos penais presentes na Lei da Economia Popular – Lei n. 1.521, promulgada em 26 de dezembro de 1951. No presente trabalho, pretendemos realizar uma análise do tipo penal presente no artigo 2º, inciso IX, que trata da obtenção de ganhos ilícitos em detrimento do povo ou de número indeterminado de pessoas, mediante especulação ou processos fraudulentos³. Em particular, temos o objetivo de examinar as práticas definidas como “pirâmides financeiras” e “esquemas Ponzi” à luz do dispositivo penal referido, da jurisprudência pátria e da experiência internacional.

Consideramos que pirâmides financeiras e esquemas Ponzi – conceitos similares, porém distintos – ainda não tiveram um tratamento pacificado pelas instituições públicas brasileiras. A título exemplificativo, consoante entendimento do Superior Tribunal de Justiça e do Tribunal de Justiça de São Paulo, tais condutas deveriam ser enquadradas como crimes contra a economia popular. O Ministério Público Federal, por outro lado, espousa o entendimento de que ilícitos referidos podem ser caracterizados como estelionato, crimes contra a economia popular, contra as relações de consumo, contra o Mercado de Capitais e contra o Sistema Financeiro Nacional.

Não há, portanto, consenso em nossas instituições sobre a tipificação dessas condutas, o que acarreta graves problemas para a definição de uma política pública clara de repressão a ilícitos dessa natureza. Em nosso trabalho, procuramos demonstrar a importância e a necessidade de se tratar esses crimes com clareza conceitual e priorizar a sua repressão em virtude do potencial devastador que tais práticas podem infligir em economias regionais e nacionais. Nesse sentido, apresentamos e discutimos uma série de casos paradigmáticos que ocorreram no Brasil e em outras jurisdições.

¹ Disponível em http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/Criminal/Noticias_CAO_Criminal/Aumento%20abusivo%20de%20preços%20em%20situação%20de%20calamidade.pdf

² Disponível em <https://www.conjur.com.br/2020-abr-29/caroline-ribeiro-aumento-crimes-ciberneticos-pandemia>

³ “Art. 2º. São crimes desta natureza: (...) IX - obter ou tentar obter ganhos ilícitos em detrimento do povo ou de número indeterminado de pessoas mediante especulações ou processos fraudulentos (“bola de neve”, “cadeias”, “pichardismo” e quaisquer outros equivalentes);”

As pirâmides financeiras e os esquemas Ponzi são caracterizados como crimes contra a economia popular por atingirem diretamente a poupança popular. Comumente tratados como “sinônimos”, há, todavia, significativas distinções no *modus operandi* entre as condutas delituosas.

O Esquema Ponzi surgiu no final da década de 1910 como uma fraude na qual era oferecida às vítimas uma suposta oportunidade de investimento em um empreendimento, com a promessa de altas taxas de rendimento. Não havia nenhum empreendimento, o criminoso (também chamado de idealizador ou “*con artist*”) apenas transferia às vítimas mais antigas, como supostos rendimentos do empreendimento (fraudulento), recursos captados com clientes que entraram posteriormente no Esquema.

Observamos que a captação de poupança pública, no esquema Ponzi, pode ocorrer por meio de valores mobiliários. No Brasil, por exemplo, a captação de poupança pública se deu por meio dos contratos de investimentos coletivos nos casos Fazenda Boi Gordo e Avestruz Master. Por essa razão, buscamos propor um conceito de valores mobiliários – ainda que seja apenas uma tentativa –, como documentos sujeitos à negociação em massa que representem investimento ou crédito, e que a lei assim o nomeie ou o submeta a uma disciplina específica e ao poder da Comissão de Valores Mobiliários.

A proposta de conceituação de valores mobiliários se apoia na doutrina brasileira e em precedentes norte-americanos, os quais foram de grande relevância para a criação de leis norte-americanas e brasileiras sobre o tema. Examinamos suas características fundamentais e histórico de criação. Ainda, trazemos exemplos de como outros países conceituam valores mobiliários.

A pirâmide financeira, por sua vez, surgiu nos anos 1970 como um plano de Marketing Multinível. Trata-se de uma fraude, consubstanciada na captação de recursos da população, geralmente mascarada por meio do Marketing Multinível. Nela, o *con artist* encoraja o recrutamento de novos participantes – o foco não é propriamente a venda de produtos ou serviços. Com efeito, o valor auferido por novos entrantes é repassado para os níveis inferiores das pirâmides, nisso se assemelhando ao esquema Ponzi.

Cabem algumas notas introdutórias acerca do Marketing Multinível. Espécie de venda direta, o plano de Marketing consiste em uma determinada sociedade empresária que recruta participantes, os quais são remunerados por meio de vendas de produtos ou serviços prestados. Quando os contratados recrutam novas pessoas para a sociedade empresária, aqueles ganham um “bônus” de captação. O recrutamento geralmente é realizado dentro da própria rede de contatos do contratado, não havendo limitação numérica.

Notemos que, tanto nas pirâmides financeiras quanto nos esquemas Ponzi, é necessário um fluxo constante de novos participantes. Como não há, de fato, um objeto social ou o produto ou serviço é inviável, a remuneração dos participantes se dá por meio da entrada constante de novas pessoas. Caso essa entrada cesse, os esquemas ruirão e os participantes perderão o que investiram.

Há diversos *websistes* que retratam esses delitos, porém, a doutrina pátria ainda é escassa sobre o tema. Poucos são os periódicos pátrios (jurídicos) que abordam especificamente esses delitos. Justamente por essa disparidade – exiguidade de discussões jurídicas e de materiais jurídicos sobre o tema *versus* grande incidência de delitos no Brasil e em outros países – temos a pretensão de contribuir com o aprofundamento do estudo do tema.

Apresentados os crimes objeto de nosso estudo, façamos uma breve exposição do conjunto normativo que iremos examinar ao longo do trabalho.

Ressaltamos que o surgimento do Direito Penal Econômico é um fenômeno recente, constituindo-se como ramo relativamente autônomo do Direito Penal, visando à proteção contra delitos cometidos contra a Ordem Econômica, custodiando, em última instância, a ordem socioeconômica. Em verdade, as primeiras normas do Direito Penal Econômico foram elaboradas apenas na segunda metade do século XIX. Precisamente nesse ramo, está inserida a Lei n. 1.512, de 1951, norma que dispõe sobre crimes contra a economia popular.

É importante destacar que a identificação do delito econômico é de maior complexidade, pois sua natureza está ligada à Ordem Econômica, a qual está associada ao conjunto normativo que regula a economia de forma cogente, coercitiva. Dessa forma, enquanto o delito patrimonial está circunscrito apenas à esfera individual, o delito econômico é dotado de excepcional potencial destrutivo pois atinge a esfera transindividual, difusa e coletiva.

Esse tipo de delito afronta os princípios que regem a Ordem Econômica, presentes no artigo 170 da Constituição da República Federativa do Brasil⁴. São explícitos os princípios da soberania nacional, da propriedade privada, da função social da propriedade, da livre concorrência, da defesa do consumidor, da defesa do meio ambiente, do tratamento favorecido para empresas de pequeno porte; e são implícitos os princípios da subsidiariedade, da liberdade econômica, da igualdade econômica, do desenvolvimento econômico, da democracia

⁴“Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: I - soberania nacional; II - propriedade privada; III - função social da propriedade; IV - livre concorrência; V - defesa do consumidor; VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; VII - redução das desigualdades regionais e sociais; VIII - busca do pleno emprego; IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.”

econômica, da boa-fé econômica, do livre exercício da atividade econômica e da intervenção do Estado brasileiro na ordem econômica.

Em outras palavras, o delito contra a ordem econômica é aquela conduta punível que ofende a integridade das relações econômicas públicas, privadas ou mistas e que lesa a ordem jurídico-econômica, atingindo um número indeterminado de indivíduos beneficiários de ações econômicas do Poder Público.

Cumprido salientar que, quando da promulgação da Constituição dos Estados Unidos do Brasil de 1937, o constituinte estabeleceu que os crimes que atentassem contra a economia popular deveriam ser tratados como crimes contra o próprio Estado brasileiro. Nessa toada, em 1938, Nelson Hungria foi convidado para redigir o Decreto-lei nº 869, uma das primeiras normas, a nível mundial, a tipificar as condutas de Direito Penal Econômico. Já sob o manto da Constituição dos Estados Unidos do Brasil de 1946, em 1951, foi promulgada a Lei de Economia Popular (de n. 1.521). A Lei n. 1.521, de 1951, trouxe consigo diversas semelhanças com o Decreto-Lei nº 869, de 1938, porém apresentou novas regras e novos conceitos.

No que concerne ao termo “economia popular”, analisaremos a discussão doutrinário-conceitual subjacente. Entendemos economia popular como um complexo de bens que proporcionam ao povo elementos imprescindíveis à subsistência individual, dadas as condições mínimas condizentes com o princípio da dignidade da pessoa humana.

Quanto ao papel desempenhado pela Lei da Economia Popular, havia o propósito de salvaguardar a economia popular, que pode ser considerada como a poupança pública, cujos recursos são fundamentais para garantir a subsistência e a possibilidade de investir em diversos empreendimentos na economia. Em razão de tamanha importância (a subsistência popular), cabe ao Poder Público exercer indispensável papel de tutela nessa seara.

Após trazer os principais meios de materialização dos delitos, descreveremos alguns casos paradigmáticos. Começaremos pelo caso em que o criminoso Charles Ponzi foi o autor de uma fraude de grandes proporções. Apesar de não ter sido o inventor desse tipo de fraude, o esquema perpetrado por Ponzi ganhou tal notoriedade que a prática passou a ser identificada como “Esquema Ponzi”⁵. Como se trata de um caso do final dos anos 1910, não tivemos acesso aos autos judiciais do caso. Porém, tivemos acesso à autobiografia de Charles Ponzi e a alguns jornais da época, de modo a trazer maiores detalhes ao trabalho.

O próximo caso que apresentaremos será o de Bernard L. Madoff, que orquestrou um esquema Ponzi de gigantesca magnitude em sua sociedade empresária, a *Bernard L. Madoff*

⁵ De acordo com nossas pesquisas, não há relatos históricos do primeiro caso.

Investment Securities LLC. Foi o único caso de escala global, que causou um prejuízo de difícil cálculo – estima-se que até 170 (cento e setenta) bilhões de dólares. O esquema entrou em colapso em razão do grande volume de resgates dos investidores durante a crise dos *subprimes*.

Examinamos, ainda, o caso da Albânia, o maior caso de pirâmides financeiras a nível estatal. Sob ditadura comunista, o país era extremamente fechado. Com a abertura econômica e política, houve um surto inflacionário. A crise mostrou-se um terreno fértil para o surgimento de pirâmides, em virtude da frágil regulação e fiscalização por parte do governo.

Após décadas sob o regime comunista, em um período no qual as instituições e o arcabouço regulatório ainda estavam em construção, os albaneses estavam em uma situação vulnerável a fraudes e esquemas criminosos. Para se ter ideia do volume, no pico dos investimentos nos esquemas, o passivo correspondia a 50% (cinquenta por cento) do Produto Interno Bruto do país. Quando do colapso, em 1996, ocorreram protestos em massa e um grave clima de agitação social em razão das perdas catastróficas sofridas pela população.

Também Analisaremos outro caso paradigmático ocorrido em Portugal na década de 1950. Conhecida como “Dona Branca”, a *con artist* criou um esquema Ponzi em uma época na qual o país estava em difícil situação econômica, com alta inflação. Dona Branca percebeu que a grave crise do sistema financeiro trazia consigo uma oportunidade. A erosão da confiança popular nos bancos e as escassas opções de investimento⁶ levaram as pessoas a buscar alternativas de poupança e investimento. Assim, Dona Branca captou vultosas quantias da poupança popular com a promessa de grandes rendimentos para aqueles que investissem seu dinheiro em seus empreendimentos.

No Brasil, retrataremos dois casos que marcaram os últimos anos. São os casos do Grupo Avestruz Master e das Fazendas Reunidas Boi Gordo. Ambos são esquemas Ponzi, nos quais o objeto não existia – criação de avestruz para venda e abate e engorda de boi para posterior abate. Foram esquemas bilionários que lesaram dezenas de milhares de brasileiros. Tendo em vista que os autos judiciais do processo são físicos, pudemos ter acesso somente aos Processos Administrativos Sancionadores da Comissão de Valores Mobiliários.

Em seguida, faremos um estudo do conjunto de normas aplicáveis à matéria. Como será explicado no capítulo pertinente, entendemos pela aplicabilidade do tipo penal da Lei n. 1.521, de 1951, às práticas dessa natureza, dada a sua finalidade de tutela da captação de recursos públicos. Ademais, considerando que o Ministério Público Federal, por meio de

⁶ Dada a grave crise, como veremos no capítulo correspondente, houve o fechamento temporário da bolsa de valores e fuga de capitais do país, o que causou, consequentemente, uma recessão.

cartilha⁷, adotou posicionamento pelo enquadramento de tais práticas fraudulentas nos tipos penais do estelionato e das Leis n. 7.492⁸, n. 8.137⁹ e n. 6.385¹⁰, também discutimos a sua aplicabilidade à luz da doutrina e jurisprudência.

Destacamos, ainda, a Lei n. 7.492, de 26 de junho de 1986, que combate crimes contra o Sistema Financeiro Nacional. A correta compreensão do conceito e características do Sistema Financeiro é importante, haja vista seu papel fundamental na normatização das instituições financeiras de crédito, públicas ou privadas, e de todas as entidades congêneres que operam na economia popular. Trata-se de um grande complexo de instituições financeiras e de instrumentos financeiros¹¹ que têm a finalidade de transferir recursos de agentes econômicos (pessoas físicas e jurídicas e governo) superavitários para os agentes econômicos deficitários. Podemos depreender, assim, que uma função essencial desse sistema é a captação de poupança pública e sua canalização para os setores de produção carentes de recursos financeiros.

A Lei n. 7.492, de 1986, tipifica condutas que atentem contra as instituições financeiras. Tais instituições são objeto de especial atenção pelo Estado, em virtude do interesse público envolvido que é o regular funcionamento da economia nacional. Nesse sentido, são as instituições financeiras que atuam como intermediárias entre os agentes econômicos superavitários e deficitários, bem como viabilizam a realização de transações, depósitos, poupanças, investimentos etc.

Portanto, quando são cometidos crimes contra as instituições financeiras e os demais componentes do Sistema Financeiro Nacional, toda a coletividade é prejudicada, não apenas uma determinada sociedade empresária lesada, o que, em última instância, representa uma violação constitucional dos objetivos traçados pela Constituição da República Federativa do Brasil¹².

⁷ Disponível em <http://www.mpf.mp.br/atuacao-tematica/ccr2/publicacoes/cartilhas/guia-pratico-piramides-financeiras>

⁸ “Art. 16. Fazer operar, sem a devida autorização, ou com autorização obtida mediante declaração falsa, instituição financeira, inclusive de distribuição de valores mobiliários ou de câmbio: Pena - Reclusão, de 1 (um) a 4 (quatro) anos, e multa.”

⁹ “Art. 7º Constitui crime contra as relações de consumo: (...) VII - induzir o consumidor ou usuário a erro, por via de indicação ou afirmação falsa ou enganosa sobre a natureza, qualidade do bem ou serviço, utilizando-se de qualquer meio, inclusive a veiculação ou divulgação publicitária.”

¹⁰ “Exercício Irregular de Cargo, Profissão, Atividade ou Função - Art. 27-E. Exercer, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, a atividade de administrador de carteira, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado na autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento: Pena – detenção de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa.”

¹¹ Instrumentos financeiros são contratos que dão origem ao ativo financeiro.

¹² “Art. 3º Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil: I - construir uma sociedade livre, justa e solidária; II - garantir o desenvolvimento nacional; III - erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais; IV - promover o bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação.”

A Lei n. 7.492, de 1986, visa a proteção da credibilidade, integridade e normalidade do Sistema Financeiro Nacional, conforme a jurisprudência das cortes superiores pátrias atestam. Tais decisões serão objeto de análise pormenorizada, de modo a definir e esclarecer qual é o bem jurídico tutelado pela lei mencionada.

No que tange às pirâmides financeiras e esquemas Ponzi, considerando que é da natureza dessas práticas seu teor fraudulento, necessariamente, desde a sua concepção, ressaltamos a importância do dever do Banco Central de fiscalização e vigilância particularmente no momento da criação das instituições financeiras. Não obstante, notemos que não há tipificação de tais crimes na Lei n. 7.492, de 1986.

Em nosso trabalho, salientamos, ainda, que o Mercado de Capitais é um grande setor do Sistema Financeiro Nacional que canaliza a poupança de investidores para atividades econômicas e empresariais. É, portanto, um mercado constituído por um complexo de instituições destinadas a negociar valores mobiliários.

Diante do grande volume de recursos fruto de captação de poupança dos investidores para esse mercado, é esperado que esta seja uma seara particularmente atraente para malfeitores e fraudadores. Por essa razão, é imprescindível que o Estado dê cumprimento ao mandato constitucional de tutela desse setor por meio da implementação de políticas públicas que efetivamente resguardem a economia popular e potenciais vítimas de tais crimes.

Nesse sentido, entendemos que a tutela penal do Mercado de Capitais brasileiro é o sustentáculo para o correto funcionamento do mercado de valores mobiliários. Tal posicionamento apoia-se na constatação da insuficiência de teorias adotadas anteriormente no Brasil e em outros países, e pode ser encontrada na Diretiva 2003/6/CE¹³.

¹³ “Considerando o seguinte: (...) (2) [a] criação de um mercado financeiro integrado e eficiente pressupõe que seja garantida a integridade do mercado (...)”.

Pela teoria do correto funcionamento do mercado de valores mobiliários, hão de ser protegidos três bens jurídicos: (i) proteção (patrimonial) dos investidores¹⁴, (ii) igualdade entre eles¹⁵ e (iii) transparência das informações¹⁶.

Justamente pela concepção da tutela penal que rege o mercado de capitais, não há que se enquadrar o esquema Ponzi e a pirâmide financeira. A Lei n. 1.521, de 1951, protege a economia popular, consubstanciada na subsistência popular, completamente diferente dos bens jurídicos antes tratados – proteção (patrimonial) dos investidores, igualdade entre eles e transparência das informações.

Por fim, quanto à possibilidade de os crimes aqui tratados serem também enquadrados como crimes contra as relações de consumo, entendemos que tal possibilidade é a mais desarrazoada.

No caso dos dois crimes, há uma relação estritamente comercial entre vítima e criminoso, não havendo, assim, qualquer evidência de hipossuficiência da vítima. Exatamente pela não caracterização de relação de consumo, afastamos essa linha de interpretação do escopo do trabalho.

Como mencionamos acima, realizamos uma análise jurisprudencial para investigar como os tribunais – mais precisamente o Superior Tribunal de Justiça e o Tribunal de Justiça de São Paulo – trataram esses delitos. Identificamos que esses delitos foram julgados conforme a Lei n. 1.521, promulgada em 26 de dezembro de 1951. Ainda, vale mencionar que, segundo a Súmula n. 498 do Supremo Tribunal Federal, compete à Justiça Estadual o julgamento das lides relativas a crimes contra a economia popular.

Por fim, é importante ressaltar que a doutrina pátria relativa a pirâmides financeiras e esquemas Ponzi ainda é escassa, com grande potencial para ser desenvolvida, considerando

¹⁴ “Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: (...) IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.”

¹⁵ Instrução CVM 555: “Art. 33. Os distribuidores que estejam atuando por conta e ordem de clientes assumem todos os ônus e responsabilidades relacionadas aos clientes, inclusive quanto a seu cadastramento, identificação e demais procedimentos que, na forma desta Instrução, caberiam originalmente ao administrador, em especial no que se refere: (...) IX – ao zelo para que o investidor final tenha pleno acesso a todos os documentos e informações previstos nesta Instrução, em igualdade de condições com os demais cotistas do fundo de investimento objeto da aplicação; (...)”

¹⁶ Instrução CVM 400: “Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM: (...) V - a partir do momento em que a oferta se torne pública, ao divulgar informação relacionada à emissora ou à oferta: a) observar os princípios relativos à qualidade, transparência e igualdade de acesso à informação; (...)”

os casos que aqui já ocorreram e continuam a ocorrer e, quando comparada à extensão da produção doutrinária estrangeira. Já existe um número significativo de artigos, em particular, originários da academia norte-americana, bem como valiosos dados compilados sobre o impacto em diversos segmentos da economia que foram fundamentais para a elaboração do presente trabalho. Além disso, o acesso aos autos judiciais e aos processos administrativos respectivos também foram de grande relevância para a compreensão da estrutura e do funcionamento desse tipo de fraude e seus incentivos econômicos.

I – CONCEITOS E FUNCIONAMENTO DE PIRÂMIDE FINANCEIRA E DE ESQUEMA PONZI

I.1 - Conceitos

I.1.1 - Esquema Ponzi

Em 1919, o italiano Charles Ponzi (“Ponzi”) fundou a *Securities Exchange Company*, uma sociedade empresária que teria como objeto social a troca e a devolução de selos. Para que fosse cumprido esse objeto social e Ponzi fosse ao exterior comprar selos, eram emitidas notas promissórias e investidores atuavam como tomadores – na prática, um contrato de investimento (um valor mobiliário nos Estados Unidos da América). À época, ainda não havia regulação do mercado de capitais e o governo norte-americano não conferia a atenção devida aos novos empreendimentos de base mobiliária.

À frente, haverá um capítulo específico para relatar o golpe de Ponzi. A fraude empregada por ele “batizou” esse modelo de crime, já que ele foi o primeiro a realizar um golpe de grande magnitude.

Basicamente, Ponzi alegava que seu empreendimento se baseava na emissão de notas promissórias, em nome da *Securities Exchange Company*, a fim de levantar verba para que ele realizasse viagens para a Europa, com o objetivo de comprar selos. Depois, traria os selos para os Estados Unidos, realizaria as trocas e os devolveria para o governo, sendo, assim, ressarcido em dólar¹⁷. Nesse contexto, os investidores seriam os tomadores das notas promissórias.

¹⁷ Como será retratado no capítulo pertinente, como Ponzi comprava selos em países europeus com moedas desvalorizadas e os devolvia nos Estados Unidos, sendo que o governo o ressarcia em dólar, havia um ganho nesse câmbio.

O prazo para pagamento das notas promissórias era de 90 (noventa) dias, com juros fixados em 50% (cinquenta por cento). Por exemplo, se um investidor tomasse uma nota promissória no valor de mil dólares, após três meses, lhe seria devolvida a nota e o pagamento seria realizado – no valor de US\$ 1.500 (mil e quinhentos dólares).

Após conseguir investimentos para iniciar sua companhia, Ponzi passou a prometer um lucro de 10% (dez por cento) ao mês, quando bancos distribuía retornos de cerca de 5% (cinco por cento) ao ano. Ao oferecer e pagar esse retorno – inacreditável à época –, investidores milionários o procuraram.

Esse esquema não poderia se concretizar a longo prazo, pois não era (ou é) possível prever o valor das moedas e como seria a política dos países em relação a seus selos postais. Além disso, o período entre guerras, mais precisamente os anos 1920, foi marcado por enorme turbulência política e econômica.

Em menos de um ano, em meados de 1920, o número de investidores chegou a aproximadamente 30.200 (trinta mil e duzentos). Apesar da companhia ter sido fundada há pouco tempo, seu fundador ainda não possuiu nome no mercado e os meios de comunicação à época não serem grandes difusores como os de hoje, paradoxalmente, o empreendimento ia de vento em popa.

Os investidores tomavam notas de, aproximadamente, quinze milhões de dólares.

Todavia, ocorreram rumores da quebra de Ponzi, graças ao jornal *The Boston Post*, e logo os investidores solicitaram os resgates de seus investimentos (ou seja, o pagamento das notas promissórias). O *con artist* os restituiu, a fim de reduzir riscos e obrigações de enormes retornos. Porém, ele manteve consigo alguns milhões de dólares, o que o levou para a reclusão.

De qualquer forma, o Esquema de Charles Ponzi será detalhado posteriormente.

Superados os aspectos casuísticos, passemos aos demais aspectos.

Infelizmente, não aprendemos o funcionamento desse tipo de fraude e sua punição em livros, na doutrina. Aprendemos de acordo com os próprios casos. No Brasil, a doutrina não se dedica ao estudo dessa fraude, às motivações do *con artist* (idealizador, fraudador), às possíveis tipificações, à punição devida – apesar de ocorrerem casos bilionários.

Em linhas gerais, pelo Esquema Ponzi, o *con artist* oferece uma oportunidade imperdível de investimento, algo incomum no mercado em razão de altíssimo rendimento ou retorno. Na realidade, não existe um investimento, uma aplicação em si. Há a aparência de ser

um investimento¹⁸, pois os recursos são entregues a uma pessoa que promete restituir os valores com enorme rentabilidade, porém, o capital permanece no empreendimento, ilegalmente.

Os capitais injetados pelos investidores são repassados, pelo *con artist*, entre eles mesmos, em pequenas porcentagens, a título de rendimento. Como há um constante repasse entre os investidores, o capital presente do esquema se reduz conforme o tempo passa. Assim, é necessário que mais pessoas invistam para que o esquema não venha a ruir.

Como verificado no Brasil, esse tipo de fraude já ocorreu por meio de ofertas públicas de contratos de investimento coletivo (valores mobiliários).

De acordo com algumas notícias¹⁹, os Esquemas Ponzi atingem o mais alto nível nessa década, o que indica (ou deveria indicar) grande preocupação por parte do governo.

Nos Estados Unidos da América, as autoridades competentes descobriram sessenta casos de esquema Ponzi apenas em 2019, totalizando cerca de US\$ 3.250.000.000 (três bilhões e duzentos e cinquenta milhões de dólares) de fraude aos investidores. Entre 2000 e 2010, ocorreram grandes casos, como Madoff, onde ambos levaram consigo bilhões de dólares americanos. Possivelmente, estejamos perante uma nova era de esquemas Ponzi assemelhados.

Hoje, no meio virtual, também são investigados esquemas envolvendo moedas virtuais. Ainda que não tenha havido condenação, vale trazer essa ocorrência para se ter ideia de como esse tipo de fraude está em todos os meios.

Basicamente, do que se depreende de resenha²⁰ do *Department of Justice* dos Estados Unidos, por meio do empreendimento *Bitclub Network*, cinco *con artists* prometiam altos rendimentos por meio de mineração ao público, de abril de 2014 a dezembro de 2019.

Quando as vítimas investiam capital nesse suposto empreendimento, detinham *bitcoins* em seu nome, assim como frações correspondentes – provenientes da mineração que a *Bitclub Network* deveria providenciar. Ocorre que os fraudadores forneciam documentação

¹⁸ Frisamos que não nos ateremos ao Direito Internacional dos Investimentos, ramo do Direito Internacional Econômico, que se dedica às operações econômicas e jurídicas que envolvem a saída e o ingresso de valores destinados aos investimentos. Ocorre que ainda não há um consenso jurídico a respeito do conceito de investimento, em razão da ausência de uniformidade de ferramentas normativas. Porém, podemos citar características, a exemplo de: “(...) existência de um aporte, que o mesmo seja de capital, que sirva para estabelecimento de relações econômicas ou jurídicas (duráveis), que as relações sejam com uma entidade que realiza atividades econômicas, que o realizador do aporte tenha uma influência efetiva na gestão da entidade” (GUIMARÃES, Antônio Márcio da Cunha; FERREIRA, Carolina Iwancow. *In. Direito Internacional em Análise*. CAMPELLO, Livia Gaigher Bósio (org.); FINKELSTEIN, Claudio (coord.); DA SILVEIRA, Vladimir Oliveira (coord.). São Paulo: Clássica, 2013, p. 66).

¹⁹ Disponível em <https://www.cnn.com/2020/02/11/ponzi-schemes-hit-the-highest-level-in-10-years.html>

²⁰ Disponível em <https://www.justice.gov/usao-nj/pr/three-men-arrested-722-million-cryptocurrency-fraud-scheme>

falsa aos investidores. Nunca houve qualquer investimento em criptomoeda, ou mesmo a realização da mineração.

Ao todo, foram investidos US\$ 722.000.000 (setecentos e vinte e dois milhões de dólares) pelas vítimas, ao longo de seis anos. Atualmente, os réus respondem processo criminal.

Seja no meio do mercado de capitais, seja no meio virtual, o Esquema Ponzi está em voga, como verificamos, com tendência de crescimento, inclusive no Brasil. Ocorre que ainda não há atenção do Poder Público brasileiro.

Como se verá a seguir, o Esquema Ponzi muito se assemelha à pirâmide financeira. Talvez, a pirâmide seja um “aprimoramento”, pois demanda um esforço de recrutamento de mais pessoas vinculadas aos próprios investidores, onde todos são vítimas.

I.1.2 - Pirâmide Financeira

Um esquema piramidal é um modelo de negócios insustentável e ilegal, pelo qual os retornos advêm dos investimentos da filiação de novos membros, ao invés de terem relação a produtos ou serviços. Muitas vezes, esse “modelo de negócio” é vendido como infalível, uma vez que é pensado para gerar grandes retornos. DE PINHO e CÉSAR apontam que esses esquemas anunciam rendimentos muito maiores que a média de investimentos lícitos e, geralmente, “propiciam ganhos fabulosos apenas aos seus idealizadores e a alguns dos primeiros integrantes”²¹.

BERGO e DE HARO conceituam a pirâmide financeira como um “empreendimento débil que busca excessivo lucro em curto espaço de tempo através da rotatividade de dinheiro”²². Estabelece-se um empreendimento que não tem possibilidade de sustentação, por tempo indeterminado – mesmo tendo objetivo de lucro – através de um único meio, o capital (não serviços ou produtos). O sistema piramidal utiliza o dinheiro como chave para funcionar, como única forma de perseverar.

Fato é que, por meio da pirâmide financeira, o idealizador – ou *con artist* – objetiva fraudar pessoas, e delas desviar o maior montante de pecúnia possível; assim como “aumentar

²¹ CÉSAR, Ricardo Augusto Amorim; DE PINHO, Thais Leite. **Pirâmides Financeiras**. MPMG Jurídico: Revista do Ministério Público de Minas Gerais, Belo Horizonte, julho de 2014. Disponível em <https://aplicacao.mpmg.mp.br/xmlui/handle/123456789/26/browse?value=Pinho%2C+Thais+Leite+Garcia+de&type=author>. Acesso em: 31 ago. 2020. P. 36.

²² BERGO, Thais Rosenbaum; DE HARO, Guilherme Prado Bohac. **A Conceituação de Pirâmide Financeira e suas diferenças em relação a Marketing Multinível**. ETIC – Toledo Prudente Centro Universitário. Presidente Prudente, 2014. Disponível em <http://intertemas.toledoprudente.edu.br/index.php/ETIC/article/view/4402>. Acesso em: 30 ago. 2020. P. 4.

vertiginosamente o número de participantes, os quais, além de pagarem para participar, angariam outros incautos” (DE PINHO e CÉSAR, 2014, p. 36).

A ideia é “vender dinheiro” ao buscar novos sócios. Quando esses novos sócios adentram o sistema, eles precisam injetar capital no esquema. Logo após fazerem isso, terão de convencer novas pessoas a fazer o mesmo. Essa é a forma de fazer a “roda girar”, como diz o jargão popular. Enfim, o dinheiro dos entrantes remunerará os investidores mais antigos.

Para que a pirâmide não desmorone – o que ocorreria quando não houvesse mais dinheiro para remunerar os investidores – seria necessária a entrada constante e progressiva de novos integrantes.

Um esquema típico tem seu início marcado por um recrutador – que pode ser o *con artist* – atraindo participantes, vítimas, ao prometer altíssimos ganhos sobre suas injeções iniciais de capital. Esse recrutador está no topo da pirâmide, no primeiro nível.

Depois de os primeiros investidores injetarem capital no suposto empreendimento, eles passam a formar o primeiro nível, junto ao *con artist*. O dever dos investidores do nível “1” é recrutar mais investidores para formar o nível “2”, que, por sua vez, devem recrutar mais pessoas para formar o nível “3”, e assim por diante. Vale registrar que cada caso é único, o número de níveis formados pode ser muito expressivo.

Ocorre que o número de pessoas a serem alcançadas é finito. Haverá um momento em que o recrutamento cessará ou será insuficiente para remunerar todos os investidores de todos os níveis formados nas pirâmides. Dessa forma, a pirâmide ruirá.

Abaixo, compilamos uma tabela, segundo a qual a pirâmide financeira só poderia se sustentar em progressão geométrica, sendo que há nove recrutadores já no primeiro nível:

TABELA 1

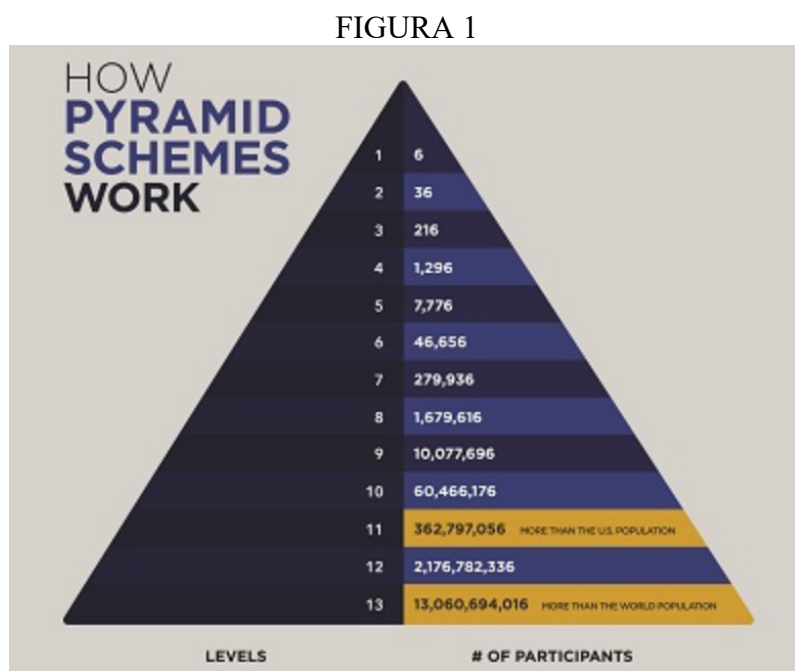
Level	Number of Members Required to Sustain the Pyramid
1	9
2	81
3	729
4	6,561
5	59,049
6	531,441
7	4,782,969
8	43,046,721
9	387,420,489
10	3,486,784,401

Fonte: Cornell²³

²³ Disponível em https://www.law.cornell.edu/wex/investor_protection_guide_pyramid_scheme

No início, com poucos investidores (e recrutadores), o dinheiro gerado é ainda não é muito volumoso, expressivo. É fácil angariar associados entre amigos e familiares, pois poucos desse círculo próximo acreditarão no esquema criminoso formado.

Da mesma forma, a *Securities and Exchange Commission* ilustra o funcionamento da pirâmide em progressão geométrica:



Enfim, para melhor arremate da conceituação das pirâmides financeiras, vale citar a Comissão de Valores Mobiliários:

“Esquemas irregulares para captação de recursos da população, em que lucros ou rendimentos são pagos com os aportes de novos participantes, que pagam para aderir à estrutura (‘investimento inicial’). A adesão de novos membros expande a base da pirâmide, mas essa expansão é insustentável e, inevitavelmente, não será suficiente para pagar todos os compromissos. Atrasos nos pagamentos levarão ao desmoronamento do esquema, gerando prejuízos especialmente para os novos aderentes, que por terem ingressado mais recentemente, não terão tempo para recuperar o que foi ‘investido’ (...).”²⁵

Além das características já citadas, DE PINHO e CÉSAR registram que existem algumas outras, comentadas abaixo.

²⁴ Disponível em <https://www.investor.gov/protect-your-investments/fraud/types-fraud/pyramid-schemes>

²⁵ Disponível em http://www.cvm.gov.br/menu/investidor/alertas/ofertas_atuacoes_irregulares.html

Características

A primeira característica comentada pelos autores é a discrepância econômica. A remuneração (ainda que chamada de bônus ou rendimentos pelos idealizadores) costuma ser muito maior ao capital injetado inicialmente, num curto espaço de tempo.

A segunda característica reside nos próprios produtos ou serviços comercializados por meio do Marketing Multinível. De acordo com os autores, esses produtos ou serviços são inviáveis, uma vez que são “exageradamente caros em relação aos benefícios que propõem, ou incapazes de competir num mercado com fortes concorrentes”²⁶. A intenção dos *con artists* é tornar a venda desses produtos ou dos serviços mais difícil, de modo que os investidores (integrantes dos níveis da pirâmide) tentem ganhar seus rendimentos ao angariar novas vítimas – e, assim, obtendo ganhos ao aumentar a rede.

O terceiro traço está na impossibilidade de existência de um consumidor final. Os esquemas piramidais divulgam vendas, os *con artists* se dizem fornecedores de produtos e serviços. Contudo, acabam por dificultar ou não permitir a aquisição por consumidores finais, pois somente é necessário se “filiar” ao “empreendimento” para adquirir o produto ou o serviço.

As informações sobre os produtos ou serviços, assim como sobre o modelo de negócio, são ínfimas ou inexistentes. Os produtos ou serviços não deixam de ser disfarces para a pirâmide se manter, logo, são concedidas poucas ou mesmo nenhuma informação sobre eles aos investidores. Por outro lado, o modelo de negócio é obviamente acobertado, pois apenas os idealizadores têm conhecimento da ilicitude do empreendimento. Essas são as quarta e quinta características propostas por DE PINHO e CÉSAR²⁷.

Os autores lecionam que esses esquemas podem ter “sede física inexistente ou incoerente com o modelo de negócio”²⁸. Como o foco do empreendimento é angariar sempre mais participantes, não há foco em sede física ou estrutura funcional. Nesse sentido, não haveria razão para “apostar” num grande estabelecimento comercial para armazenar um grande estoque, treinar funcionários, ter uma central de atendimento, oferecer um espaço razoável para os funcionários, etc. Essa é a sexta característica.

A sétima característica é a presença “*confusa e disseminada*” do empreendimento na internet²⁹. Os autores afirmam que, em geral, não há *website* próprio, apenas citações do

²⁶ CÉSAR, Ricardo Augusto Amorim; DE PINHO, Thais Leite. **Pirâmides Financeiras**. MPMG Jurídico: Revista do Ministério Público de Minas Gerais, Belo Horizonte, julho de 2014. Disponível em <https://aplicacao.mpmg.mp.br/xmlui/handle/123456789/26/browse?value=Pinho%2C+Thais+Leite+Garcia+de&type=author>. Acesso em: 31 ago. 2020. P. 39.

²⁷ *Ibid.*, p. 39.

²⁸ *Idem.*

²⁹ *Idem.*

empreendimento em outras páginas. Ou seja, é uma tarefa árdua encontrar do que se trata o empreendimento e demais informações.

Como mencionado, palestras são outra característica de esquemas piramidais, de acordo com os autores³⁰ – oitava característica. Trata-se de estratégia de persuasão do público. Um exemplo é o compartilhamento de vídeos de pessoas, que tiveram ganhos dentro do esquema, mostrando bens materiais, como itens de luxo.

O nono traço é a “ostentação”³¹. Assim como a característica acima, é uma forma de persuadir e ludibriar as pessoas para que se filiem no esquema e, assim injetem capital.

Se pudéssemos escolher três das características acima, com o critério de melhor representar as pirâmides financeiras, provavelmente seriam: promessa de altos retornos em curto período, produto ou serviço não condizente com a realidade e ênfase no recrutamento (a fim de obter ganhos e manter o funcionamento do esquema). Nesse sentido, a *Securities and Exchange Commission* ilustrou essas três *red flags*:



Fonte: *Securities and Exchange Commission*³²

Segundo DE PINHO e CÉSAR³³, os anos de 2012, 2013 e 2014 foram marcados pela “explosão das pirâmides financeiras no Brasil”, eles se tornaram uma febre no país. Os autores alertam a respeito da legislação obsoleta, diante do dinamismo dos esquemas de hoje e dos meios difusores.

De acordo com o Boletim de Proteção do Consumidor/Investidor, confeccionado pela Comissão de Valores Mobiliários e pelo Departamento de Proteção de Defesa do Consumidor, existem outras características: pouco detalhamento dos riscos, período curto de

³⁰ *Ibid.*, p. 40.

³¹ *Ibid.*, p. 40.

³² Disponível em <https://www.investor.gov/protect-your-investments/fraud/types-fraud/pyramid-schemes>

³³ DE PINHO e CÉSAR, op. cit., p. 36.

investimento (possibilidade de a vítima resgatar obter rendimento expressivo em pouco tempo), sentido de urgência e de oportunidade a ser perdida³⁴.

Concluídos os comentários a respeito das características, vale diferenciar a pirâmide financeira do Esquema Ponzi, pois ambos são frequentemente confundidos.

O esquema Ponzi surgiu antes e, talvez, a pirâmide financeira seja até mesmo um desdobramento do primeiro. Porém, o esquema Ponzi não demanda do investidor um esforço. O investidor apenas confia seu capital ao *con artist*, pensando que renderá o que teria sido investido. Ele não tem o dever de angariar novos participantes para uma sustentar uma forma de “empreendimento”.

Exemplos comuns de pirâmide financeira estão por trás de Marketing Multinível, por vezes, como se verá mais a frente. Já o Esquema Ponzi se traduz em forma de investimento. Um exemplo de fraude está por trás do contrato de investimento coletivo, o qual também se verá mais a frente.

Internet

Muitos são os meios virtuais para disseminar as pirâmides financeiras, a exemplo de e-mails, *websites*, portais de notícias e redes sociais (como *Facebook* e *Instagram*). Nesses meios, em geral, existem anúncios que deixam os usuários dos meios virtuais maravilhados, como “fique rico sem trabalhar” ou “conquiste sua liberdade financeira e mude sua vida”. Como DE PINHO e CÉSAR indicam, esse tipo de publicidade leva os usuários a engodos, perdas financeiras³⁵.

A par da *internet*, os encontros presenciais não foram deixados de lado. Geralmente, os encontros presenciais se dão no modelo de palestras motivacionais. No Brasil, esse tipo de evento não é tão comum hoje em dia, contudo, em outros países, ocorre em larga escala. Um exemplo, ainda recorrente nos Estados Unidos da América, é o da *Herbalife Nutrition*. A sociedade empresária, que disponibilizava eventos enormes mundo a fora, já foi enquadrada como pirâmide financeira³⁶.

34

Disponível

em

<https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Boletim/BoletimConsumidorInvestidor-2.pdf>

³⁵ CÉSAR, Ricardo Augusto Amorim; DE PINHO, Thais Leite. **Pirâmides Financeiras**. MPMG Jurídico: Revista do Ministério Público de Minas Gerais, Belo Horizonte, julho de 2014. Disponível em <https://aplicacao.mpmg.mp.br/xmlui/handle/123456789/26/browse?value=Pinho%2C+Thais+Leite+Garcia+de&type=author>. Acesso em: 31 ago. 2020. P. 38.

³⁶ A título de informação, a *Herbalife Nutrition* já encontrou muitos obstáculos nos Estados Unidos da América e na Europa. Nos Estados Unidos, teve de entrar em acordo com a *Federal Trade Commission* para que cessassem as investigações de pirâmide financeira. A sociedade empresária teve de arcar com uma multa de duzentos milhões de dólares e reestruturar seu modelo de remuneração de consultores. Disponível em

Estados Unidos da América

Nos Estados Unidos da América, a primeira pirâmide financeira – constatada e cujos idealizadores foram processados e punidos – ocorreu ainda na década de 1970. O modelo de negócios era similar ao Marketing Multinível.

Um dos primeiros casos da Federal Trade Commission (FTC)³⁷ foi contra a *Koscot Interplanetary, Inc.* (“*Koscot*”)³⁸ – também alvo da *Securities Exchange Commission*^{39 40}.

A *Koscot* oferecia oportunidades às pessoas de consultor de beleza (“*Beauty Advisor*”) e de vendedores de cosméticos. Ocorre que a companhia não incentivava as vendas, mas encorajava seus participantes a adquirir o título de supervisor, por US\$ 2.000,00 (dois mil dólares), e diversos cosméticos, no montante de US\$ 5.400,00 (cinco mil e quatrocentos dólares). Posteriormente, os participantes eram ainda mais encorajados a recrutar pessoas para fazer o mesmo tipo de investimento, não a vender cosméticos.

Os participantes eram atraídos para o negócio pela expectativa de ganhos mediante o recrutamento de novos participantes. Pela decisão do tribunal, o esquema configurava em parte uma *security* (por meio do CIC) e em parte não (por meio do MMN).

A FTC descobriu que a *Koscot* operava uma corrente empreendedora ilegal (“*illegal entrepreneurial chain*”) e, então, articulava um esquema piramidal. Foi verificado que os participantes, vítimas, na prática, eram forçados a desembolsar capital duas vezes – para ter o direito de vender produtos e para ter o direito de receber os rendimentos (que, na realidade, eram os valores investidos pelos novos participantes).

A respeito do “repassé” desses valores de novos participantes, a FTC se pronunciou de maneira veemente:

“The Commission explained that paying bonuses for recruiting: (...) will encourage both a company and its distributors to pursue that side of the business, to the neglect or exclusion of retail selling. The short-term result may be high recruiting profits for the company and select distributors, but the ultimate outcome will be neglect of market development, earnings misrepresentations, and insufficient sales for the

<https://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2016/07/herbalife-pagara-us-200-milhoes-para-encerrar-investigacao-sob-esquema-de-piramide-financeira.html>

³⁷ A FTC tem a atribuição de tutelar os consumidores e a concorrência ao preveni-los de práticas comerciais anticompetitivas, enganosas e desleais por meio da aplicação da lei, defesa e educação, sem sobrecarregar indevidamente as atividades comerciais legítimas. Disponível em <https://www.ftc.gov/about-ftc>

³⁸ Informações do caso disponíveis em <https://www.ftc.gov/public-statements/1998/05/pyramid-schemes>

³⁹ A atribuição da SEC é proteger os investidores; manter mercados justos, ordenados e eficientes; e facilitar a formação de capital. A SEC também se esforça para promover um ambiente de mercado que seja digno da confiança do público. Disponível em <https://www.sec.gov/about.shtml>

⁴⁰ Como se verá em capítulo específico de valores mobiliários, no caso *Securities and Exchange Commission v. Koscot*, os participantes eram atraídos para o “empreendimento” diante de expectativa de ganhos. Ocorre que essa expectativa advinha principalmente do recrutamento, nem tanto da venda de cosméticos. Por decisão judicial, houve a configuração de *security* (valor mobiliário) e de produto objeto de venda.

insupportably large number of distributors whose recruitment the system encourages.”

A *Koscot* também foi alvo de ação judicial no caso *Kugler v. Koscot Interplanetary, Inc.*, julgado na *Superior Court of New Jersey*, em 1972. Nesse *case*, foi definida a pirâmide perpetrada pela companhia:

“Koscot's distribution program is predicated upon a referral sales and pyramiding concept, a practice which is known as referral or pyramid sales. It is an arrangement whereby one is induced to buy upon the representation that he can not only regain his purchase price, but also earn profits by selling the same program to the public. It thus involves the purchase of the right to sell the same right to sell.”

O MMN tomou muita força na América do Norte, desde a venda de cosméticos até a venda de utensílios de cozinha (mais notadamente *Tupperware*). Infelizmente, muitos se aproveitaram desse modelo de negócios para formar pirâmides financeiras.

Entretanto, devemos ressaltar, mais uma vez, que o MMN é um sistema lícito, eficaz, enquanto o esquema piramidal é ilícito.

Ainda na década de 1970, o Senador Walter Mondale elaborou um projeto de lei federal que combatia pirâmides financeiras. Contudo, esse projeto de lei nunca se tornou uma lei.

Em 2017, um projeto de lei sobre pirâmides financeiras foi retomado – *Anti-Pyramid Promotional Scheme Act of 2017*⁴¹. Trata-se de um projeto ainda tímido, com um conteúdo relativamente pequeno, porém de extrema relevância.

Nesse projeto de lei (*Bill*), é logo definido que qualquer pessoa que estabeleça, opere, promova ou cause a promoção de pirâmide financeira, pratica ato ilegal. Há configuração de pirâmide financeira quando existirem vendas ou solicitação de vendas de produtos ou serviços diretamente para outros vendedores (participantes). Ou seja, se houver algo que caracterize a recompra dos produtos⁴².

Impacto no sistema bancário

Algo interessante – ao mesmo tempo alarmante – é o impacto indireto de algumas pirâmides financeiras no sistema bancário. Por exemplo, os fomentadores do esquema (idealizadores, recrutadores, participantes) podem divulgar “boas-novas”, no sentido de que os

⁴¹ Disponível em <https://www.congress.gov/bill/115th-congress/house-bill/3409/text>

⁴² *Verbis*: “*Sec. 5A. (a) It shall be unlawful for any person to establish, operate, promote, or cause to be promoted a pyramid promotional scheme. (b) Any person who establishes, operates, promotes, or causes to be promoted any plan or operation which sells or solicits the sale of consumer products or services in the home or otherwise than in a permanent retail establishment, and which sells products or services directly or indirectly to independent salespeople, shall have a bona fide inventory repurchase agreement.*”

bancos não oferecem investimentos tão bons quanto os seus. Segundo a FTC, Melvin Ford, réu no processo *Securities and Exchange Commission v. International Loan Network*⁴³, afirmava que sua companhia oferecia um programa de bonificação tão “poderoso” quanto o sistema financeiro⁴⁴.

Outro caso paradigmático foi o *Federal Trade Commission v. Cano*⁴⁵, de 1998, pelo qual se observou um impacto em bancos menores.

Em 1998, por meio de *website*, um esquema piramidal ganhou força, seu nome era *Credit Development International* (“CDI”). A ideia se resumia no seguinte: no ato da filiação, o participante pagaria US\$ 130 (cento e trinta dólares) e, com mais US\$ 30 (trinta dólares), ele se tornaria parte do “*Platinum Infinity Reward Program – 3x7 Forced Matrix*”. Esse programa de filiação prometia sete níveis de comissões e solicitava que o participante recrutasse mais três novos membros. O CDI prometia a seus participantes mais de US\$ 18.000 (dezoito mil dólares) ao mês.

O CDI tinha a intenção ainda de funcionar como uma instituição financeira⁴⁶ na prática. A promessa de grandes rendimentos não era acompanhada de qualquer garantia de sociedade empresária de bandeira de cartão de crédito, contudo, havia um limite de crédito de US\$ 5.000 (cinco mil dólares) e uma taxa de financiamento de menos de 7% (sete por cento). Esse tipo de oferta era muito atraente para quem tinha uma renda mais baixa. O *slogan* era o seguinte: “*Guaranteed Approval, No Security Deposit! No Credit Check, No Income Verification and Bankruptcies No Problem!*”

Os réus alegaram que podiam oferecer tais taxas, assim como rendimentos tão grandes, devido ao bom relacionamento com grandes bancos. Conforme transcrição de reunião, os réus alegaram que havia uma grande “conspiração” no sistema bancário para não oferecer

⁴³ Ainda no início da década de 1990, foi comprovado que a International Loan Network se tratava de pirâmide financeira. Melvin Ford era seu presidente. Disponível em <https://www.washingtonpost.com/archive/business/1991/07/01/international-loan-network-is-a-ponzi-scheme-sec-says/c1f51ec4-af41-4b0c-a2a3-06c67e0cc994/>

⁴⁴ Segundo a FTC: “*Melvin Ford, a defendant in the SEC's recent case against International Loan Network, stated that his company's bonus program was 'the most powerful financial system since banking.'*”

⁴⁵ Caso descrito em https://www.ftc.gov/public-statements/1998/05/pyramid-schemes#N_15

⁴⁶ Fizemos referência a instituição financeira de forma genérica, inclusive no sentido que é empregada no Brasil, conforme a Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964: “Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.”

taxas baixas para o público em geral. Assim, o CDI seria a alternativa para o sistema bancário tradicional. O conceito adotado era o de ter a maior associação de crédito do mundo⁴⁷.

Foi comprovado que o CDI não manteve qualquer relacionamento com bandeiras de cartão de crédito ou com outros bancos.

Quando as pessoas se filiavam ao CDI, seus dirigentes processavam os pagamentos por meio de uma instituição financeira. Como o CDI, na prática, era uma fachada para um esquema, não havia qualquer meio de pagamento para processamento dos depósitos que eram realizados. Ou seja, a instituição financeira que recebia esses depósitos foi posta em risco, pois, quando o esquema ruísse, seriam feitos enormes resgates.

Os participantes do CDI nunca receberam cartões de crédito. Segundo a FTC, ao menos 79% (setenta e nove por cento) dos participantes nunca recuperaram seus investimentos iniciais. No mais, durante os cinco meses da existência do CDI, mais de 30.000 (trinta mil) pessoas nos Estados Unidos da América, na Europa, na Austrália e no Sudeste Asiático perderam até quatro milhões de dólares americanos⁴⁸.

Projeto de Lei n. 4.233

Em agosto de 2019, o Senador Flávio Arns (REDE/PR) propôs ao Senado da República o Projeto de Lei n. 4.233 (PL), relativo à inserção do crime de pirâmide financeira no Decreto-Lei n. 2.848, de 7 de dezembro de 1940 (Código Penal). O propósito é tipificar esse delito com a mesma pena do delito de estelionato. O exame do PL se encontra sob relatoria do Senador Rodrigo Pacheco. Infelizmente, não houve mais andamentos.

Trata-se de um PL “enxuto”. Entendemos que a justificativa tem por base premissas erradas. Basicamente, o PL tem por objetivo adicionar novo artigo no Código Penal:

“Art. 171-A. Obter ou tentar obter ganho em detrimento de número indeterminado ou determinável de pessoas mediante especulações ou processos fraudulentos e indicação ou afirmação enganosa sobre a existência, a natureza, a qualidade, o retorno ou o risco de produto ou serviço (...).”

Ocorre que não é possível o funcionamento de uma pirâmide financeira quando há um grupo determinável de pessoas. É ilógica a disposição nesse dispositivo. Como já

⁴⁷ *Verbis*: “According to the transcript of a taped sales meeting, CDI hinted that a broad conspiracy prevented U.S. banks from offering such favorable terms. A CDI representative claimed, ‘normal banks do not want people to know that they could have a 6.9 [percent] credit card.’ In the same meeting, CDI painted itself an alternative to a regular bank and said ‘our whole concept is to have the largest membership credit union in the world.’ ‘We’re the bank’.” Disponível em https://www.ftc.gov/public-statements/1998/05/pyramid-schemes#N_15

⁴⁸ Dados disponíveis em https://www.ftc.gov/public-statements/1998/05/pyramid-schemes#N_15

discorreremos exaustivamente nesse trabalho, é necessário que exista uma entrada constante de pessoas no esquema fraudulento para que seja possível sua existência.

Provavelmente, o autor do PL dispôs de grupo “determinável” para enquadrar o tipo que viola a economia popular dentro de estelionato. O estelionato faz parte dos crimes contra o patrimônio e, segundo NUCCI, ocorre quando o agente obtém vantagem indevida para si, induzindo ou mantendo a vítima em erro⁴⁹. Ou seja, o agente percebe benefício em detrimento da vítima, que incorre em erro.

Segundo BALDAN, a objetividade do tipo penal do estelionato é tutelar o patrimônio móvel ou imóvel da pessoa natural ou jurídica⁵⁰, algo que não converge exatamente com a Lei de Economia Popular, quando tutela a poupança pública.

A pirâmide financeira afeta toda uma coletividade indeterminável, enquanto o estelionato afeta um grupo determinável. BALDAN explica que o estelionato afeta sujeito passivo determinado, enquanto o crime contra a economia popular (pirâmide financeira) afeta polo passivo difuso ou de sujeitos indeterminados⁵¹.

Não é necessária uma análise tão a fundo para diferenciá-los – o primeiro é crime contra a economia popular (poupança pública) e o segundo é crime contra o patrimônio.

Na justificção, o Senador entende que o Poder Judiciário tem imposto a pirâmide financeira como estelionato, mesmo que seja um “crime gravíssimo contra a economia popular”. O autor entende que há esse posicionamento uma vez que a pena desse crime contra a economia popular é de seis meses a dois anos de detenção e multa.

Vale ressaltar que, segundo a jurisprudência do Tribunal de Justiça de São Paulo, não encontramos julgamentos no sentido de que sejam caracterizados esquemas Ponzi e pirâmides financeiras como estelionatos. Ainda, encontramos acórdão do Superior Tribunal de Justiça que distingue manifestamente estelionato de crime contra a economia popular, em razão do público a ser atingido: “(...) [d]istingue-se o estelionato (...) do crime de ganhos fraudulentos em detrimento do povo ou de número indeterminado de pessoas (...) pelo direcionamento a vítimas determinadas ou indeterminadas (...)” (STJ – 6ª Turma, HC 464.608/PE, Rel. Ministro Nefi Cordeiro, j. 27/11/2018).

Em vista da pena disposta na Lei de Economia Popular ser “pequena”, como depreendemos da leitura da justificção, foi proposto um escalonamento da pena no PL, com

⁴⁹ NUCCI, Guilherme de Souza. **Código Penal Comentado**. 20ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020.

⁵⁰ BALDAN, Edson Luís. **Estelionato**. Tomo Direito Penal, ed. 1, agosto de 2020. Disponível em <https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/425/edicao-1/estelionato>. Acesso em: 24 nov. 2020.

⁵¹ Idem.

base na vantagem auferida pelo agente. Os intervalos aumentam exponencialmente conforme a violação à economia popular:

- “I – reclusão, de dois a seis anos, se a vantagem ou prejuízo total for igual ou superior a cem salários mínimos vigentes ao tempo do fato;
- II – reclusão, de quatro a oito anos, se a vantagem ou prejuízo total for igual ou superior a mil salários mínimos vigentes ao tempo do fato;
- III – reclusão, de seis a doze anos, se a vantagem ou prejuízo total for igual ou superior a dez mil salários mínimos vigentes ao tempo do fato.”

O escalonamento da pena trazido pelo PL traz a possibilidade de uma maior uniformidade quanto às penas impostas pelo Poder Judiciário.

O Senador coloca que as pirâmides financeiras são espécies do crime de estelionato e que dependem do recrutamento progressivo de novas pessoas para que funcionem. Ainda, as pirâmides dependeriam de estratégia de *marketing*.

Nesse ínterim, o Senador cita Bernard Madoff. Como vimos, a fraude empregada por Madoff não foi especificamente uma pirâmide financeira, mas um esquema Ponzi, em razão de seu funcionamento. O agente em momento algum encorajava, pressionava ou mesmo obrigava os clientes de sua consultoria de investimentos a angariarem novas pessoas para o esquema, como ocorre na pirâmide financeira. O esquema de Madoff era algo “exclusivo”, de poucos clientes, não era empregada estratégia de *marketing* para que novas pessoas fossem trazidas.

O autor do PL também expõe que a pirâmide financeira é um esquema fraudulento que se caracteriza pela remuneração percebida, pelos seus participantes, baseada na quantidade de novos entrantes na rede e na promessa de rendimentos.

A par da das inserções analisadas, haveria a exclusão do inciso IX do artigo 2º, da Lei 1.251, de 1951 – dispositivo que tipifica esquemas Ponzi e pirâmides financeiras.

Em suma, entendemos que o PL tem por base uma premissa deveras equivocada, que é a de igualar um crime contra a economia popular a um crime contra o patrimônio.

I.1.3 - Diferenciação na prática

Concluídos os respectivos capítulos a respeito do esquema Ponzi e da pirâmide financeira, partiremos para a diferenciação entre eles, posto que são frequentemente confundidos. (daqui pra baixo já é uma repetição do que vc falou na introdução e nesse capítulo. É a 3ª vez que vc fala igual)

Por meio do esquema Ponzi, o *con artist* oferece ao público uma oportunidade de altíssimo rendimento. Não existe um investimento real, apenas a aparência de investimento,

pois os recursos são entregues a uma pessoa (*con artist*) que promete restituir os valores com enorme rentabilidade. Porém, o capital permanece no empreendimento ilegal.

Essa captação de recurso popular pode ocorrer de diversas formas, até mesmo por meio de contrato de investimento coletivo (valor mobiliário).

Os capitais injetados pelos investidores são repassados, pelo *con artist*, entre eles mesmos, em pequenas porcentagens, a título de rendimento. Ocorre que, anteriormente, houve uma promessa de que o capital seria investido de alguma forma. Em razão de não haver investimento em projeto prometido, é inegável a existência de fraude.

Por outro lado, a pirâmide financeira é uma fraude, consubstanciada na captação de recursos da população, geralmente mascarada por meio do MMN, também conhecido como Marketing de rede.

Quando a vítima se filia a um esquema piramidal, pretende vender produtos ou serviços, contudo, deve já realizar um pagamento pela filiação. Além de obter renda por meio de percentual sobre a venda de produto ou serviço (previamente ajustado), a vítima passa a obtê-la quando recruta novas pessoas. A venda é, na realidade, algo inviável.

Enquanto no MMN apenas se paga pelos produtos ou serviços para posterior revenda, no esquema piramidal se paga duas vezes – para ter o direito de vender produtos e para se ter o direito de receber os rendimentos (que, na realidade, eram os valores investidos pelos novos participantes, tendo em vista que as vendas são apenas acessórias).

O esquema Ponzi e a pirâmide financeira guardam algumas distinções. Contudo, têm traços semelhantes: (i) é necessária uma entrada constante de pessoas e (ii) o *con artist* promete altíssimos rendimentos para atrair tantos investidores.

I.2 - Estruturação e funcionamento por meio de:

I.2.1 - Valores mobiliários

De acordo com a Lei 6.385, promulgada em 7 de dezembro de 1976, a Comissão de Valores Mobiliários tem o dever de (i) observar a política instituída pelo Conselho Monetário Nacional e regulamentar segundo tal política; (ii) fiscalizar as atividades e os serviços do mercado de capitais, a veiculação de informações relativas ao mercado, aos investidores e aos valores negociados; e (iii) fiscalizar e inspecionar companhias abertas, dando prioridade àquelas que não apresentarem lucro em balanço ou às que deixem de pagar dividendo mínimo

obrigatório⁵². São essas as funções primordiais da autarquia que, muitas vezes, é chamada de “xerife” do mercado de capitais.

A Comissão de Valores Mobiliários adveio em 1976 e é possível perceber que houve uma “importação” do modelo norte-americano, que também inspirou muitos países europeus e asiáticos. O modelo norte-americano, da *Securities Exchange Commission*, foi amadurecido por décadas pelos tribunais, de modo que as leis dos Estados Unidos previram exatamente as hipóteses necessárias e efetivas para o mercado.

Como o presente trabalho orbita em torno de pirâmide financeiro e de esquema Ponzi, e houve casos envolvendo valores mobiliários, nada mais justo que trazer uma análise sobre eles.

Valores mobiliários

Historicamente, MATTOS FILHO⁵³ ensina que os valores mobiliários remontam à época em que a sociedade urbana europeia se tornou maior e passou a ter relações mais emaranhadas, muito antes do Renascimento e da criação dos bancos. Com as relações comerciais entre civis, também foi necessário um transporte mais veloz e seguro de dinheiro. Para tanto, sobrevieram as ideias de transmissão dos direitos e de circulação de crédito, nascendo o primeiro valor mobiliário, a cambial.

Segundo o autor mencionado, existem duas vertentes no que tange à conceituação:

“Ao nível conceitual, duas são as principais tendências quanto à caracterização dos valores mobiliários. **A tradição europeia continental usualmente opta por definir o que é um valor mobiliário; já o direito norte-americano tentou listar, à exaustão, os títulos que preenchem a condições de valor mobiliário.** A diferença marcante é que, neste último caso, **o poder judiciário norte-americano tem um papel de extrema relevância** na caracterização do valor mobiliário. Tal situação ocorre dada a peculiaridade do sistema legal anglo-saxônico, no qual o juiz

⁵² Lei 6.385: “Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II - administrar os registros instituídos por esta Lei; III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório. § 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das bolsas de valores com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados. § 2º Ressalvado o disposto no Art. 28 a Comissão de Valores Mobiliários guardará sigilo das informações que obtiver, no exercício de seus poderes de fiscalização. § 3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá: I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados; II - convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas.”

⁵³ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **O conceito de valor mobiliário**. São Paulo, Revista de Administração de Empresas, 1985, v. 25, p. 37-51. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75901985000200003&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 26 jan. 2020.

fundamentalmente constroi suas decisões baseado em precedentes, dos quais, agregado à legislação vigente, extrai a sentença e, como consequência, o direito vigente.” (grifos nossos)⁵⁴

Enfim, é possível entender que, consoante a vertente europeia, definiu-se valor mobiliário de maneira abstrata, traçando um critério comum. Por outro lado, a vertente norte-americana optou por elaborar o conceito de modo taxativo, enumerando quais papéis teriam o *status* de valor mobiliário⁵⁵.

À frente, será descrita de maneira pormenorizada como foram desenvolvidos os conceitos de valores mobiliários no Ocidente e no Oriente.

América do Norte

Em relação aos Estados Unidos da América, até o início do século XX, tratava-se de um sistema ainda primário. De acordo com MATTOS FILHO⁵⁶, a primeira legislação sobre esse assunto foi promulgada pelo Estado do Kansas, em 1911, apenas determinando que as sociedades empresárias deveriam alienar ações, obrigações ou outros valores mobiliários e logo fazer o registro perante a autoridade estadual competente. Os valores mobiliários eram definidos apenas como ações e obrigações emitidas pelas sociedades empresárias, assim como quaisquer outras hipóteses não especificadas. Porém, em 1919, o Estado de Illinois adotou a enumeração das hipóteses de valor mobiliário. De acordo com a lei, o valor mobiliário se restringiria a um rol exaustivo de hipóteses. Nesse rol havia ações em tesouraria, opções, ações, debêntures, certificado de depósito, entre outros⁵⁷.

Ao lado das leis estaduais, *Blue Sky Laws*, sobreveio a primeira lei federal – a *Securities Act of 1933*. Essa lei tentou conceituar o valor mobiliário ao enumerar as hipóteses de *security*.

Com a exaustiva enumeração de hipóteses legais, uma mudança social e econômica significativa da época, novos *securities* surgiram e imprevistos eram remetidos ao Judiciário.

⁵⁴ Idem.

⁵⁵ DIAS, Luciana Pires. **Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como requisito para a obtenção do título de Mestre, sob a orientação do Prof. Dr. Calixto Salomão Filho. São Paulo, 2005. P. 22.

⁵⁶ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **O conceito de valor mobiliário**. São Paulo, Revista de Administração de Empresas, 1985, v. 25, p. 37-51. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75901985000200003&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 26 jan. 2020.

⁵⁷ Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/77b>.

Diante disso, foi promulgada a *Securities Act of 1934*, que, segundo MATTOS FILHO⁵⁸ fez acréscimo e exclusões à lei anterior.

De qualquer maneira, as leis federais vieram para complementar as *Blue Sky Laws*, leis estaduais. A opção do Legislativo (federal), ao conceituar os *securities*, foi a de elencar as hipóteses. Contudo, surgiram casos judiciais e cabia aos magistrados o dever de caracterizar ou conceituar os valores mobiliários. A seguir, serão elencados os casos de maior repercussão na época, que marcaram o mercado de capitais à época.

Um dos primeiros casos foi submetido à Suprema Corte em 1943, o *Securities Exchange Commission v. CM Joiner Leasing Corp.* (“*Joiner*”), que envolvia negócio de arrendamento de óleo. A *Joiner* detinha lotes de terra para pesquisa e perfuração de solo para extração de petróleo, realizando cessões do contrato de arrendamento ao público. Em razão do oferecimento ao público, houve a tentativa, em juízo, de caracterizar o produto como contrato de investimento (este tido como valor mobiliário)⁵⁹.

Entendeu-se que era muito arriscado propor uma fórmula do que seria um contrato de investimento e, assim, ajudar a definir todos os valores mobiliários. Dessa forma, o *Justice Jackson* sugeriu uma análise caso a caso, de modo que foram consolidados precedentes que deram preferência pela análise individual de cada caso⁶⁰. Isto posto, a Suprema Corte norte-americana possibilitou às cortes estaduais a decidirem com maior autonomia.

Em 1946, a Suprema Corte alterou radicalmente seu entendimento com o *leading case Securities and Exchange Commission v. Howey Co.* A *Howey & Co.* e a *Howey-in-the-Hills Service Company* (subsidiária) vendiam terrenos e se comprometiam a prestar serviços de plantio de terra e de comercialização dos produtos colhidos. Esse processo judicial acabou por demonstrar que a oportunidade de negócio oferecida às massas constituiria um contrato de investimento (valor mobiliário), não uma simples oferta de plantio de terra.

Os *Justices* decidiram delimitar o sentido de contrato de investimento como qualquer transação que envolva um investimento em dinheiro, em comum, num empreendimento, que tenha expectativa de lucros provenientes dos esforços de terceiros. Se

⁵⁸ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **O conceito de valor mobiliário**. São Paulo, Revista de Administração de Empresas, 1985, v. 25, p. 37-51. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75901985000200003&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 26 jan. 2020.

⁵⁹ *Verbis*: “I. The transactions involved in this case were not simply sales and assignments of interests in land, but, by the nature of the offers, were within the terms “investment contracts” and “any interest or instrument commonly known as a security,” and were therefore sales of “securities” within the meaning of § 2(1) of the Securities Act of 1933. P. 320 U. S. 351.” Disponível em <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/320/344/>.

⁶⁰ DEACON, John; PRENDERGAST, James D. **Defining a “Security” after the Forman Decision**. McGeorge Law Review, Pacific Law Journal, v. 11, n. 2, 1980. Disponível em <https://scholarlycommons.pacific.edu/mlr/vol11/iss2/3>. Acesso em: 02 mar. 2020. P. 216.

satisfeito esse teste, é irrelevante se o empreendimento provém de especulação ou tenha valor intrínseco à venda da propriedade⁶¹. Esse teste ficou conhecido como “*Howey Test*”.

EIZIRIK expõe que os principais elementos que compõem o contrato de investimento, discutido no âmbito do caso *Howey*, são (i) investimento de forma passiva, (ii) expectativa de lucro e (iii) negócio dirigido por terceiro⁶². Esse entendimento guarda estrita relação com os dizeres do *Justice Murphy*:

“(...) an investment contract for purposes of the Securities Act means a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party, it being immaterial whether the shares in the enterprise are evidenced by formal certificates or by nominal interests in the physical assets employed in the enterprise.”⁶³

Em suma, o contrato de investimento, à época, poderia ser caracterizado como todo contrato ou transação por meio do qual uma pessoa aplica seu capital em um empreendimento comum, com expectativa de lucro, em virtude de esforços de um empreendedor.

Após o julgamento do *case SEC v. Howey & Co.*, a todos os casos submetidos a cortes norte-americanas, era aplicado o *Howey Test*, levando-se em conta a realidade econômica subjacente.

Em 1961, foi submetido à Suprema Corte da Califórnia, o caso *Silver Hills Country Club vs. Sobieski* (“*Sobieski*”), no qual se questionava se a participação em clube recreativo e de lazer caracterizava valor mobiliário. Na tentativa de caracterizar o valor mobiliário, a Corte solucionou o caso adotando o seguinte teste: os associados correm algum risco patrimonial?

Pelo caso *Sobieski*, exige-se alguma expectativa de benefício substancial para quem fornece o capital de risco (grande investidor)⁶⁴.

Posteriormente, foi julgado o caso *Securities and Exchange Commission vs. Koscot Interplanetary Inc.* (“*Koscot*”) pelo Quinto Circuito de Apelação dos Estados Unidos em Atlanta, envolvendo um negócio, em formato de MMN, de venda de cosméticos. À época,

⁶¹ “4. The test of whether there is an “investment contract” under the Securities Act is whether the scheme involves an investment of money in a common enterprise with profits to come solely from the efforts of others; and, if that test be satisfied, it is immaterial whether the enterprise is speculative or non-speculative, or whether there is a sale of property with or without intrinsic value. P. 328 U. S. 301.” Disponível em: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>.

⁶² EIZIRIK, Nelson Laks. **Reforma das S.A. e do mercado de capitais**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. P. 142.

⁶³ Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/328/293>

⁶⁴ DEACON, John; PRENDERGAST, James D. **Defining a “Security” after the Forman Decision**. McGeorge Law Review, Pacific Law Journal, v. 11, n. 2, 1980. Disponível em <https://scholarlycommons.pacific.edu/mlr/vol11/iss2/3>. Acesso em: 02 mar. 2020. P. 214.

começou-se a questionar se o pagamento para ser um distribuidor independente poderia caracterizar uma pirâmide financeira.

A sentença foi proferida em 1973 e foi formulado um teste formulado que englobava três requisitos para a caracterização do valor mobiliário: (i) existência de investimento em dinheiro; (ii) legitimidade da sociedade empresária; e (iii) o investimento de investidores “menores” pode acarretar a insolvência ou contribuir para o sucesso da empresa.

Em 1975, foi julgado pela Suprema Corte dos Estados Unidos da América o caso *United Housing Foundation Inc. vs. Forman* (“*Forman*”), que envolvia uma cooperativa imobiliária. Os *Justices* entenderam que, para tentar conceituar o valor mobiliário, o teste formulado deveria seguir a linha de inquirir se a iniciativa envolvera um investimento em dinheiro num empreendimento comum, com aproveitamento dos esforços de outrem. Por meio desse critério, DEACON e PRENDERGAST colocam que o investimento (i) deve ser feito em dinheiro, (ii) por meio de um único empreendimento, e (iii) a expectativa de lucro deve existir com o empenho de terceiros⁶⁵.

Enfim, os autores entendem que o caso *Forman* trouxe uma uniformização para o debate sobre o conceito de valores mobiliários, mesmo que sugerisse apenas um teste:

*“With the 1975 decision of United Housing Foundation, Inc. v. Forman, the United States Supreme Court coalesced twenty-nine years of judicial decisions prescribing methodology for defining a security for the purposes of federal law.”*⁶⁶

De qualquer maneira, os precedentes supracitados indicam parâmetros e conceitos a serem seguidos. Hoje, a lei vigente é a *Securities Act* de 1933, que define valores mobiliários como nota, ação, ação em tesouraria, obrigação, debênture, comprovante de dívida, certificado de participação em contrato de participação, certificado de depósito, boletim de subscrição, ação transferível, contrato de investimento, certificado de depósito de *security*, direitos de subscrição ou opção referentes aos títulos e valores mencionados, entre outros⁶⁷.

⁶⁵ *Ibid.*, p. 213 e 214.

⁶⁶ *Ibid.*, p. 213.

⁶⁷ Securities Act of 1933, Section 2, [77b], (a) Definitions: “(1) The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.” Disponível em <https://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20of%201933.pdf>

Quanto às atividades submetidas ao julgo dos *securities*, nos Estados Unidos, LEÃES entende que as mais variadas atividades são abrangidas: “[s]ecurities são investimentos que envolvem as mais diversas atividades, tais como negócios em glebas de terras, loteamentos, empreendimentos rurais, obras de construção civil, títulos de clube etc”⁶⁸.

Explicitados os *cases*, de maior importância para a conceituação (ou ao menos tentativa) de valor mobiliário a nível mundial, MATTOS FILHO traça suas características essenciais, quais sejam: (i) contribuição para o investimento (contribuição em dinheiro ou não do investidor para um terceiro); (ii) empreendimento em comum (existe um interesse econômico partilhado por um grupo, que é satisfeito quando há a emissão dos valores mobiliários e/ou distribuição de lucro); (iii) expectativa de lucro (sendo o lucro entendido como o benefício econômico proveniente de contrato de investimento de risco); (iv) caracterização do empreendimento (além de presente a atividade empresária, deve haver a mais-valia); (v) contrato de risco (com o capital do investidor, o empreendedor administra e aplica; e o investidor está atado à sorte do sucesso ou não); (vi) controle do empreendimento (o investidor não tem controle sobre o investimento, apenas o empreendedor, por isso é necessária a presença do Estado para regulação); (vii) materialização do valor mobiliário (o risco não pode ser materializado, mas o investidor, o investimento e o empreendedor, sim); (viii) falta de especialização (para os valores mobiliários, mais vale a realidade econômica e o motivo pelo qual eles são empregados, que a denominação que eles levam)⁶⁹.

Além do Brasil, que se inspirou no sistema de mercado de capitais norte-americano, um país que adotou sistema semelhante foi o Canadá, que percebe valores mobiliários como (i) documento, instrumento ou título conhecido como *security*; (ii) documento que constitua evidência de título ou interesse em capital, ativos, propriedade, lucros, proventos ou royalties de qualquer pessoa ou companhia; (iii) documento que constitua evidência de opção, subscrição ou interesse em outro *security*; (iv) obrigação, debênture, nota, evidência de dívida, ação, certificado, certificado de participação, certificado de ação ou interesse, subscrição; (v) acordo de distribuição de lucros ou certificado; (vi) arrendamento de área de óleo ou gás natural, interesses ou royalties dos mesmos; (vii) contrato de investimento; (viii) contratos de futuro negociados em bolsas de valores; entre outros⁷⁰.

⁶⁸ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **O conceito de security no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 13, n. 14, 1974, p. 48 e 49.

⁶⁹ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **O conceito de valor mobiliário**. São Paulo, Revista de Administração de Empresas, 1985, v. 25, p. 37-51. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75901985000200003&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 26 jan. 2020.

⁷⁰ Disponível em: <https://www.ontario.ca/laws/statute/90s05>.

Europa

Como dito, a tradição europeia tende a conceituar valor mobiliário em si, ao invés de listá-lo exaustivamente, como faz a tradição norte-americana. Porém, como se verá a seguir, há alguns países que fazem um sistema “híbrido”, de certa forma, pois mesclam as duas tradições, ao abrir o conceito de valor mobiliário para, depois, realizar a listagem.

O sistema britânico se desenvolveu muito e de um modo completamente diferente dos demais países europeus. De acordo com SALOMÃO NETO, o mercado de capitais surgiu e se desenvolveu de maneira distinta, em relação aos mercados europeus de sistema jusnaturalista, em razão do instituto do *trust*⁷¹.

Hoje em dia, no Reino Unido, os valores mobiliários são enumerados. Curiosamente, eles foram enumerados na lei tributária, a *Taxation of Chargeable Gains Act of 1992*, como sendo (i) ações; (ii) outros valores da companhia; (iii) quaisquer bens deixados em garantia; ou, ainda (iv) empréstimos conversíveis em ações⁷².

Em relação ao Direito português, ASCENSÃO assevera que o sistema de valores mobiliários só evoluiu no final do século XX, contudo, se baseava na seguinte tríade: depósito e registro de ações, títulos de crédito, e registros públicos. O professor assevera que, apesar de não ser praxe portuguesa, a lei apenas define os valores mobiliários, quais sejam: (i) ações, (ii) obrigações, (iii) títulos de participação, (iv) unidades de participação em instituição de investimento coletivo, (v) *warrants* autônomos, (vi) direitos destacados dos valores mobiliários e (vii) outros documentos representativos de situações jurídicas homogêneas, desde que suscetíveis de transmissão em mercado (Artigo 1º do Código da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários)⁷³.

Quanto às características, ASCENSÃO expõe que os valores mobiliários (i) se tratam de direitos; (ii) são direitos representados, sendo que existe um ente “captável por juízo” e um “sinal perceptível”; (iii) são direitos de massa, emitidos em grandes “conjuntos homogêneos”, o que demonstra fungibilidade; (iv) são transmissíveis independentemente das regras de cessão de crédito; (v) podem gerar proventos periodicamente; e (vi) são passíveis de negociação⁷⁴. Na mesma toada, ANTUNES define as características dos valores mobiliários da seguinte maneira: (i) representabilidade, ao passo que são instrumentos financeiros que retratam

⁷¹ SALOMÃO NETO, Eduardo. **O trust e o direito brasileiro**. São Paulo: Trevisan Editora, 2016. P. 144 e 115

⁷² Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1992/12/part/IV/chapter/I/crossheading/share-pooling-identification-of-securities-and-indexation>

⁷³ ASCENSÃO, J. Oliveira. **Valor Mobiliário e Título de Crédito**. Faculdade de Direito de Lisboa, 1º Curso sobre o Direito do Mercado de Valores Mobiliários, 4 a 8 de Março de 1996, p. 837 a 875. Disponível em <https://portal.oa.pt/upl/%7B9df26084-f2f4-4957-9d28-e647bb638fd6%7D.pdf>. Acesso em: 03 mar. 2020. P. 840.

⁷⁴ *Ibid.*, p. 845 e 846.

uma relação financeira; (ii) homogeneidade, por simbolizarem variadas relações jurídicas; (iii) fungibilidade; e (iv) negociabilidade, pela própria dinâmica do mercado⁷⁵.

Quanto ao Direito italiano, de acordo com DIAS, Cesare Vivante foi o primeiro teórico a retratar os valores mobiliários, porém, de forma intrinsecamente ligada aos títulos de crédito, e que teriam as seguintes características: cartularidade, literalidade, autonomia e independência das relações jurídicas que aos títulos se incorporam⁷⁶.

Para diversos autores, essa teoria caiu em desuso, pois, como a teoria dos títulos de crédito era algo restrito a um número muito menor de pessoas do que ao número presente no mercado de valores mobiliários, a cartularidade pode se perder. Em decorrência da flutuação dos valores diários dos papéis, a literalidade também pode desaparecer. Nesse sentido, MATTOS FILHO assevera:

“No mundo empresarial italiano, à época de Vivante, se pensava no título de crédito como algo de emissão restrita ou de quantidade relativamente pequena. O fenômeno associativo, então já plenamente desenvolvido no mundo anglo-saxônico, era restrito na cultura latina do século passado. Hoje, entretanto, o acesso à poupança privada, em consequência do desenvolvimento do mercado de capitais, criou a possibilidade de emissões bastante volumosas, quer dos títulos de crédito próprios, como as debêntures, quer dos impróprios, como as ações. O aumento dos “credores” da relação obrigacional oriunda do direito cartular retirou parcialmente a autonomia que originalmente se concebeu como característica fundamental dos títulos de crédito. A relação originária, nos títulos de massa pode, em determinadas circunstâncias, ser alterada sem consentimento do credor, através de uma decisão majoritária ocorrida em assembleia geral de acionistas ou de debenturistas. Ou seja, a relação cartular não é literal e a relação obrigacional pode ser alterada sem a vontade do credor. Passa a inexistir a literalidade do título e, em algumas hipóteses, nem mesmo a cártula necessita existir para que o direito se materialize.”⁷⁷

Mais tarde, ainda relacionando títulos de crédito a valores mobiliários, Túlio Ascarelli remodelou a teoria de Cesare Vivante, que entendia que a emissão de títulos de massa já ocorria quando da emissão de debêntures, emitidas a prazos variáveis⁷⁸.

Hoje em dia, vigora a Lei n. 216 na Itália, que conceitua o valor mobiliário como (i) documento ou certificado que direta ou indiretamente represente direitos em sociedade, associação, sociedade empresária ou ente de qualquer tipo, inclusive fundos de investimento italianos ou estrangeiros; (ii) documento ou certificado que represente um crédito ou um

⁷⁵ ANTUNES, José A. Engrácia. **Os valores mobiliários: conceito, espécies e regime jurídico**. Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto, Porto, v. 5, p. 87 – 142, 2008. Disponível em <<https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/82791/2/49782.pdf>>. Acesso em: 25 fev. 2020. P. 91 – 94.

⁷⁶ DIAS, Luciana Pires. **Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como requisito para a obtenção do título de Mestre, sob a orientação do Prof. Dr. Calixto Salomão Filho. São Paulo, 2005. P. 22 e 23.

⁷⁷ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **O conceito de valor mobiliário**. São Paulo, Revista de Administração de Empresas, 1985, v. 25, p. 37-51. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75901985000200003&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 26 jan. 2020.

⁷⁸ Idem.

interesse, negociável ou não; (iii) documento ou certificado que represente um direito relativo a um bem material ou propriedade imobiliária; assim como (iv) documento ou certificado idôneo a conferir direito de qualquer dos valores mobiliários supra indicados⁷⁹.

Na França, os valores mobiliários foram definidos pela Lei 88-1201, que abrange todos os títulos de massa, emitidos por pessoas jurídicas, públicas ou privadas, e que conferem participação do capital social ou direito de crédito. A definição restringe os valores mobiliários a (i) ações, (ii) debêntures, (iii) certificados de investimento em sociedades, (iv) quotas de fundos de investimentos, (v) bônus de subscrição e (vi) títulos de participação⁸⁰.

No que tange ao direito alemão, segundo EIZIRIK, são tidos como valores mobiliários (*wertpapiere*) (i) ações, (ii) debêntures, (iii) partes beneficiárias e (iv) títulos comuns de investimentos. Em seguida, o autor ensina que, na Holanda, são valores mobiliários (i) ações, (ii) partes beneficiárias, (iii) obrigações emitidas pelas companhias e (iv) quotas de fundos de investimentos⁸¹.

Por fim, a Suíça atribuiu a valores mobiliários um conceito muito amplo. Segundo a *Stock Exchange Act*, são valores mobiliários (i) certificados padronizados passíveis de negociação em massa, (ii) direitos não representados por certificado e com funções semelhantes, e (iii) derivativos⁸².

Direito comunitário europeu

Em relação a valores mobiliários, a partir de 1977, foram emitidas as diretivas comunitárias. A Recomendação n. 77/534/CEE, emitida em 1977, delimitou o conceito, porém, em 1993, prevaleceu a Diretiva Comunitária 93/22/CE. Em 2004, a Diretiva Comunitária 2004/39/CE passou a vigorar e alterou substancialmente os conceitos antes dispostos:

“18) «Valores mobiliários»: as categorias de valores que são negociáveis no mercado de capitais, com exceção dos meios de pagamento, como por exemplo: a) Ações de sociedades e outros valores equivalentes a ações de sociedades, de sociedades de responsabilidade ilimitada (*partnership*) ou de outras entidades, bem como certificados de depósito de ações; b) Obrigações ou outras formas de dívida titularizada, incluindo certificados de depósitos desses títulos; c) Quaisquer outros valores que confirmam o direito à compra ou venda desses valores mobiliários ou que

⁷⁹

Disponível em: https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaArticolo?art.progressivo=0&art.idArticolo=5&art.versione=1&art.codiceRedazionale=096G0444&art.dataPubblicazioneGazzetta=1996-08-13&art.idGruppo=0&art.idSottoArticolo1=10&art.idSottoArticolo=1&art.flagTipoArticolo=0.

⁸⁰

Disponível em: <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000509065&dateTexte=19981230>.

⁸¹ EIZIRIK, Nelson Laks. **Reforma das S.A. e do mercado de capitais**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. P. 145 e 146.

⁸²

Disponível em: <https://www.six-group.com/dam/download/sites/education/preparatory-documentation/reporting-agent-module/sesta-stock-exchange-act-en.pdf>

dêem origem a uma liquidação em dinheiro, determinada por referência a valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendimento, mercados rias ou outros índices ou indicadores;”

Entendemos que tais diretivas têm características conceituais e instrumentais. DIAS aponta que, ao não enumerar os valores mobiliários, mas ao optar por um meio conceitual instrumental, é possível abrir margem para abranger mais hipóteses de valores mobiliários e assim, o Estado pode conferir maior segurança para os investidores, *verbis*:

“(…) O legislador não descarta a possibilidade de haver outras espécies de valores mobiliários ou de que as naturezas dos títulos abarcados dentro desse conceito legal sejam bastante distintas umas das outras. O direito comunitário europeu, ao conceituar valor mobiliário, tem como objetivo delimitar a quem se aplicarão as regras que está positivando. A opção por um conceito instrumental (...) fica clara quando se analisa a Diretiva 93/22/CEE. Referido documento estava preocupado em delimitar a quais empresas se aplicariam a regulação relativa a prestadores de serviços de investimento. O objetivo era assegurar que tais empresas cumprissem com regras que estabelecessem padrões mínimos de segurança para os investidores e para a preservação da estabilidade do sistema financeiro da Comunidade. (...) Em outras palavras, o legislador quis dizer que não são relevantes a natureza do título, suas peculiaridades ou outras definições de valores mobiliários. A ele interessa separar títulos de atividades que não deseja, portanto, sua definição é instrumental.”⁸³

É interessante perceber que as Diretivas Comunitárias concederam um sentido deveras amplo para valores mobiliários no âmbito europeu, seguindo a tradição europeia. De todo modo, fica claro que, com tais Diretivas mais “abstratas”, ficou a cargo de cada país decidir listar ou não valores mobiliários em suas leis.

Ásia

No Japão, vigora a *Financial Instruments and Exchange Act*, ou *Act No. 25 of 1948*, que enumera, de maneira mais abrangente, os valores mobiliários, assim como fazem os Estados Unidos da América. Em seu capítulo I, artigo 2º, o termo *securities* se refere a (i) títulos emitidos pelo Império, (ii) títulos emitidos pelos Municípios, (iii) debêntures, (iv) ações, (v) certificados de ações preferenciais, (vi) títulos emitidos em situações especiais, (vii) certificados de ações, (viii) certificados de opções, (ix) contratos de investimentos, (x) contratos de investimentos estrangeiros, entre outros⁸⁴.

⁸³ DIAS, Luciana Pires. **Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como requisito para a obtenção do título de Mestre, sob a orientação do Prof. Dr. Calixto Salomão Filho. São Paulo, 2005. P. 26 e 27.

⁸⁴ Disponível em <https://www.fsa.go.jp/common/law/fie01.pdf>

Na China, a lei que dispõe sobre valores mobiliários é a *Law of the People's Republic of China on Securities*, implementada em 2005. A lei deixou claro que eram valores mobiliários (i) ações e (ii) obrigações emitidas por companhias públicas e privadas⁸⁵.

A Coreia do Sul tem seus valores mobiliários definidos na *Securities and Exchange Act*, de 1976. São eles: (i) títulos nacionais, (ii) títulos municipais, (iii) ações emitidas em condições especiais, (iv) ações emitidas por companhias listadas, (v) certificados de ações ou documentos representativos, (vi) certificados de depósito; entre outros⁸⁶.

Hong Kong, por sua vez, tem uma extensa lista de valores mobiliários, talvez por ter um mercado de capitais crescente. A *Securities and Futures Ordinance*, em seu Anexo I, traz a definição de valores mobiliários: (i) ações, (ii) “funds” (recursos), (ii) “loan stocks” (como bônus de subscrição), (iii) obrigações ou notas emitidas por um ente público ou privado, (iv) direitos, (v) opções, entre outros⁸⁷.

Finalmente, no panorama asiático, vale explorar a Índia, uma vez que a Bolsa de Mumbai, atualmente, tem grande expressão mundial. Conforme o *Securities Contracts Regulation Act*, pelo qual define os valores mobiliários. São eles: (i) ações, (ii) (títulos), (iii) obrigações, (iv) debêntures, (v) derivativos, (vi) títulos públicos, (vii) títulos emitidos no âmbito de um esquema de investimento coletivo, (viii) certificados, (ix) quotas de fundos de investimento, (x) instrumentos de débito e direitos e (xi) interesses sobre valores mobiliários⁸⁸.

Direito brasileiro

Em relação ao Direito brasileiro, para DUBEUX, o valor mobiliário pode ser conceituado como um subsistema do mercado financeiro em que podem ser realizadas operações que não tem necessariamente a natureza de negócios creditícios, mas que objetivam canalizar recursos para as empresas, por meio de capital de risco, mediante emissão e distribuição pública de ações⁸⁹.

De acordo com EIZIRIK, depreende-se que hoje o que sabemos de valor mobiliário é uma noção instrumental, posto que relacionada à regulação estatal de determinada atividade econômica. Essa noção, como retratado também por MATTOS FILHO, decorre do modelo norte-americano que foi implantado de maneira similar pela República Brasileira.

⁸⁵ Disponível em: http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/laws/rfdm/statelaws/201205/t20120525_210597.html

⁸⁶ Disponível em <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1015650/000114554905000972/u99813exv4w8.htm>

⁸⁷ Disponível em <https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap571@2018-03-01T00:00:00>

⁸⁸ Disponível em: <https://www.sebi.gov.in/acts/contractact.pdf>

⁸⁹ DUBEUX, Julio Ramalho. **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Ed., 2006. P. 14 e 15.

Não houve uma elaboração lenta, fruto de trabalho doutrinário e legislativo, como ocorreu com os títulos de crédito. Fez-se “às pressas” uma conceituação para que os valores mobiliários se sujeitassem ao crivo do Poder Público, por se tratar de atividade de risco. Nesse sentido, EIZIRIK explica que era necessário aplicar uma lei com um caráter mais pedagógico, a fim de instruir o mercado:

“Ao tempo em que foi promulgada a lei 6.385/1976, a situação do mercado de valores mobiliários era diversa da que se pode hoje observar. À época, era justificável que a lei apresentasse uma feição mais pedagógica do que punitiva, centrando-se, ademais, na institucionalização de um modelo de proteção ao investidor, que constituía o elemento mais significativo no universo de aplicadores de poupança em ações. Atualmente, o mercado é substancialmente diferente, sendo dominado por investidores profissionais, com assessoria técnica qualificada (...).”⁹⁰

Segundo EIZIRIK, pode-se dizer que ainda que a

“elaboração do conceito de valores mobiliários visa, basicamente, a delimitar o escopo do mercado de capitais, submetendo as negociações nele desenvolvidas a uma disciplina legal específica e ao poder de polícia do órgão estatal criados especialmente para tal fim, pelo fato de verificar-se a captação de poupança popular para aplicação em capital de risco das empresas”.⁹¹

Assim, a noção de valores mobiliários foi sendo construída de acordo com a colocação dos títulos à técnica de negociação em massa, dada a fungibilidade dos mesmos⁹².

Ressalta-se que a Reforma da Lei de Valores Mobiliários (Lei 10.303, de 2001) ampliou significativamente a definição de valor mobiliário, abrangendo também quotas de fundo de investimento, todas as modalidades de contrato futuro, bem como quaisquer direitos que representem participação em empreendimentos geridos por terceiros passíveis de venda em massa – à semelhança do conceito de *security* do direito norte-americano.

Arrematando o conceito, EIZIRIK ensina que por valor mobiliário se entende quaisquer papéis ou documentos, passíveis de negociação em massa, representativos de investimento ou de crédito, que a lei assim o nomeie e o submeta a uma disciplina específica e ao poder da Comissão de Valores Mobiliários⁹³.

Uma vez que nosso sistema foi espelhado no sistema norte-americano, vale mencionar novamente MATTOS FILHO, autor que entende que as características essenciais dos valores mobiliários são: (i) contribuição para o investimento, (ii) empreendimento em comum, (iii) expectativa de lucro, (iv) caracterização do empreendimento, (v) contrato de risco,

⁹⁰ EIZIRIK, Nelson Laks. **Reforma das S.A. e do mercado de capitais**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. P. 136.

⁹¹ *Ibid.*, p. 140.

⁹² *Ibid.*, p. 140.

⁹³ *Ibid.*, p. 141.

(vi) controle do empreendimento, (vii) materialização do valor mobiliário e (viii) falta de especialização⁹⁴.

Quanto às espécies de valores mobiliários, a Lei n. 6.385, promulgada em 7 de dezembro de 1976, em seu artigo 2º, dispôs que são eles (i) ações, (ii) debêntures, (iii) bônus de subscrição, (iv) cupons, (v) direitos, (vi) recibos de subscrição, (vii) certificados de desdobramento, (viii) certificados de depósito, (ix) cédulas de debêntures, (x) cotas de fundos de investimento, (xi) cotas de clubes de investimento, (xii) notas comerciais, (xiii) contratos derivativos e (xiv) contratos de investimento coletivo⁹⁵. Fato é que até 2001, apenas ações, debêntures e bônus de subscrição eram considerados valores mobiliários. Somente com a Reforma de 2001 houve essa ampliação.

Estruturação por meio de valores mobiliários

No Brasil, existiram dois grandes casos pelos quais os idealizadores utilizaram valores mobiliários para perpetrar esquemas Ponzi. As “iscas” para as vítimas de esquemas Ponzi foram os contratos de investimento coletivo (“CIC”).

Vale registrar que, de janeiro a setembro de 2020, a ocorrência desses delitos se intensificou – cerca de 140 (cento e quarenta) apenas esse ano foram comunicados aos Ministérios Públicos dos Estados⁹⁶.

Os CICs são valores mobiliários, previstos na Lei 6.385, de 1976, e também na Instrução CVM 296, editada em 1998:

Lei 6.385:

“São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de

⁹⁴ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **O conceito de valor mobiliário**. São Paulo, Revista de Administração de Empresas, 1985, v. 25, p. 37-51. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75901985000200003&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 26 jan. 2020.

⁹⁵ Lei 6.385, promulgada em 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários: “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. § 1º Excluem-se do regime desta Lei: I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. (...)”

⁹⁶ Disponível em <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2020/20201204-1.html>

remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”

Instrução CVM 296:

“Art. 2º Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”

Os CICs são contratos ofertados publicamente que geram direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive de prestação de serviços. Os rendimentos provenientes advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. Assim como outros valores mobiliários, eles são dotados das seguintes características: (i) contribuição para o investimento (contribuição em dinheiro ou não do investidor para um terceiro); (ii) empreendimento em comum (existe um interesse econômico partilhado por um mesmo grupo); (iii) expectativa de lucro (este entendido como o benefício econômico proveniente de contrato de investimento de risco); (iv) caracterização do empreendimento (presentes a atividade empresária e a mais-valia); (v) contrato de risco (com o capital do investidor, o empreendedor administra e aplica; e o investidor está atado à sorte do sucesso ou não); (vi) controle do empreendimento (apenas o empreendedor controla o empreendimento); (vii) materialização do valor mobiliário (o risco não pode ser materializado; mas o investidor, o investimento e o empreendedor, sim); (viii) falta de especialização (para os valores mobiliários, mais vale a realidade econômica e o motivo pelo qual eles são empregados, que a denominação que eles levam).

Podemos citar NAJJARIAN e LANDIM, que resume o CIC de acordo com suas características:

“(…) [R]esta evidente (i) que os Contratos de Investimento Coletivo apresentam inovações no Mercado de Capitais brasileiro. E, assim, podemos concluir que os Contratos de Investimento Coletivo são Valores Mobiliários quando ofertados publicamente, estando, assim, sujeitos às normas reguladoras do Mercado de Capitais brasileiras; (ii) que a definição de valores mobiliários sofreu grande influência da definição e do entendimento da Suprema Corte Norte-Americana, em especial no caso SEC v. W. J. Howey Company, caracterizando um título como valor mobiliário quando este possui os seguintes elementos básicos: (i) investimento em dinheiro; (ii) empreendimento comum; (iii) expectativa de lucro; e (iv) unicamente de esforço de terceiros.”⁹⁷

NAJJARIAN e LANDIM entendem que esse valor mobiliário, introduzido na Reforma de 2001, deriva do entendimento da Suprema Corte norte-americana no caso *Howey*,

⁹⁷ NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha; LANDIM, Rômulo. **Contratos de investimento coletivo denominados de condo-hotéis**. São Paulo, Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 77, jul. – set. 2017, p. 8.

de modo que deve abranger “qualquer contrato, negócio ou arranjo por meio do qual uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum e espera receber lucros originados exclusivamente dos esforços do empreendedor ou de terceiros”⁹⁸.

Enfim, o CIC é um instrumento para captação de recursos de investidores, para aplicação em determinado empreendimento, a ser implantando e gerenciado exclusivamente pelo empreendedor, com a promessa de distribuição de lucros.

Quanto aos delitos tratados no presente trabalho, em se tratando de CIC, os investidores, vítimas, firmavam esses contratos com a expectativa de criação e venda de avestruzes (caso Avestruz Master) e de engorda e boi (caso Boi Gordo). Contudo, esses animais nunca existiram.

Em se tratando de mercado de valores mobiliários, ambos os casos foram tratados pela Comissão de Valores Mobiliários em Processos Administrativos Sancionadores⁹⁹.

No caso Avestruz Master, ocorreram emissão e distribuição pública de CIC sem registro na Comissão de Valores Mobiliários, configurando infração aos artigos 16, inciso I; e 19, *caput*, e parágrafo 1º, da Lei 6.385¹⁰⁰.

Com a *internet*, é algo que a Comissão de Valores Mobiliários consegue fiscalizar com maior facilidade. Contudo, se não houvesse disseminação de tais ofertas pela *internet*, muitos empreendedores conseguiriam emitir e distribuir CIC sem registro.

Como observamos no caso Avestruz Master, percebemos que, após o registro na autarquia, não há qualquer tipo de fiscalização da autarquia. Não estamos afirmando que deveria existir. Contudo, há uma facilidade para “burlar” o próprio CIC, deixar de cumprir o próprio contrato se não há fiscalização.

No caso Avestruz Master, apenas quando houve problemas a respeito do registro, investigadores da Comissão de Valores Mobiliários foram às filiais. Nesse momento, perceberam que nenhum avestruz sendo vendido.

⁹⁸ *Ibid.*, p. 3 e 4.

⁹⁹ Caso Avestruz Master disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060928_PAS_2304.pdf.

Caso Boi Gordo disponível em https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2836133/mod_resource/content/1/20011213_PAS_RJ20016094.pdf

¹⁰⁰ “Art. 16. Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades: I - distribuição de emissão no mercado (Art. 15, I); (...) Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. § 1º - São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.”

I.2.2 - Marketing Multinível

Como explanado no primeiro capítulo, a primeira pirâmide financeira foi descoberta nos Estados Unidos da América nos anos 1970. O modelo de negócios se mascarava por trás do Marketing Multinível (MMN) – sistema juridicamente lícito e eficaz – que foi uma avalanche de negócios na mesma época no país.

A *Koscot Interplenatary, Inc.* – primeira pirâmide – oferecia oportunidades às pessoas de consultoria de beleza (“*Beauty Advisor*”) e de revendedores de cosméticos. A companhia não incentivava as vendas, mas encorajava seus participantes a adquirir o título de supervisor, por US\$ 2.000,00 (dois mil dólares), e diversos cosméticos, no montante de US\$ 5.400,00 (cinco mil e quatrocentos dólares). Os participantes eram ainda mais encorajados a recrutar pessoas para fazer o mesmo tipo de investimento.

A FTC descobriu que a *Koscot* operava uma corrente empreendedora ilegal (“*illegal entrepreneurial chain*”) e articulava um esquema piramidal, ainda delineado à época. Foi verificado que os participantes, vítimas, eram forçados a desembolsar capital duas vezes – para ter o direito de vender produtos e para ter o direito de receber os rendimentos (que, na realidade, eram os valores investidos pelos novos participantes).

A partir de então, percebeu-se o MMN como um verdadeiro fenômeno que deveria ser imediatamente estudado, até mesmo para que as pirâmides pudessem ser ao menos impedidas.

Como já comentado, ainda nos anos 1970, tentou-se aprovar um projeto de lei federal, contudo, sem sucesso. Hoje, há um novo projeto de lei. De qualquer modo, como tantas sociedades empresárias norte-americanas passaram a empregar o MMN, os Estados se utilizaram de dispositivos para reprimir possíveis pirâmides financeiras. A título exemplificativo, Massachusetts chegou a definir o que seria o MMN por lei¹⁰¹. Já a Califórnia previu os “*endless chain schemes*”¹⁰², que seriam perpetrados por marketing, e o Oregon que previu o “*pyramid club*”¹⁰³.

O MMN é algo relativamente novo na ordem comercial e jurídica mundial. No Brasil, é um assunto sobre o qual poucos falam. Talvez por isso mesmo tantos esquemas piramidais se travistam tanto de MMN. Não temos muitos estudos, muito menos expertise para educação e prevenção da população.

¹⁰¹ Disponível em <https://www.mlmllegal.com/massachusetts.html>

¹⁰² Disponível em <https://codes.findlaw.com/ca/penal-code/pen-sect-327.html>

¹⁰³ Disponível em <https://www.oregonlaws.org/ors/646.609>

Esse é um dos motivos desse estudo ser realizado. Apesar da escassa doutrina (jurídica) sobre o tema, é algo que deve ser estudado.

O Marketing é um verdadeiro sistema, parte intrínseca de toda sociedade, que “abrange comércio, propaganda, publicidade e distribuição de produtos e serviços entre um fabricante e um consumidor”. Na visão da autora, o Marketing de Rede, ou MMN, é uma das melhores opções de distribuição e de comércio, pois se trata de um sistema de distribuição, de oportunidade empresarial (para os revendedores) e forma de consumo mais pulverizada, com maiores chances de prosperar¹⁰⁴.

O professor norte-americano MUNCY define o MMN como uma venda direta (“*face-to-face*”) sem base física para vendas. O autor adverte que a forma direta de vendas (“*direct selling*”) se refere à maneira que a sociedade empresária contrata e executa seus contratos, não necessariamente se refere ao MMN¹⁰⁵.

Talvez possamos traduzir a “*direct selling*” como venda direta. Segundo a Associação Brasileira de Empresas de Vendas Diretas (ABEVD), essa forma de venda engloba o MMN e outras formas de Marketing¹⁰⁶.

Segundo MUNCY, quando a sociedade empresária emprega o MMN, os contratados para venda – podem ter diversos nomes, como participantes, revendedores, distribuidores e colaboradores – são remunerados pelas vendas de produtos ou serviços realizadas. Quando essas pessoas contratadas conseguem recrutar novas pessoas para a sociedade empresária, elas ganham um “bônus”. Esse recrutamento geralmente é feito dentro do próprio *networking* do contratado. Cada contratado/recrutado pode atrair mais pessoas para o empreendimento, não há limitação numérica. Por conta disso, MUNCY se refere ao MMN como um “*networking marketing*”¹⁰⁷.

O MMN é um tipo de venda direta que abrange a maior parte do globo e alcança grande notoriedade em razão de sua grande eficácia. Grandes sociedades empresárias no Brasil, como *Avon*, *Mary Kay* e *Herbalife Nutrition*, se enquadram nesse modelo de negócios¹⁰⁸.

¹⁰⁴ COSTA, Liliana Alves. **O sistema de Marketing de Rede: uma estratégia de ação mercadológica**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito para obtenção do título de Mestre, sob orientação da Professora Doutora Maria Schuler. Disponível em <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/3027>. Porto Alegre, 2001. Acesso em: 10 set. 2020. P. 27 e 28.

¹⁰⁵ MUNCY, James A. **Ethical issues in Multilevel Marketing: is it a legitimate business or just another pyramid scheme?**. Marketing Education Review, v. 14, n. 3, 2004. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/237629600_Ethical_Issues_in_Multilevel_Marketing_Is_It_a_Legitimate_Business_or_Just_Another_Pyramid_Scheme. Acesso em: 10 set. 2020. P. 1 e 2.

¹⁰⁶ Disponível em <https://www.abevd.org.br/o-futuro-do-marketing-multinivel-nas-vendas-diretas/>

¹⁰⁷ MUNCY, op. cit., p. 2.

¹⁰⁸ A Associação Brasileira de Empresas de Vendas Diretas tem, em seu *website*, lista de sociedades empresárias que adotam o sistema de MMN. Disponível em <https://www.abevd.org.br/empresas-associadas/>

Segundo BERGO e DE HARO, trata-se de “espécie de venda direta que tem conseguido cada vez mais notoriedade no mercado, além disso, salienta-se, é tido como legal em sua roupagem pura e até mais, sustentável”. Os autores apontam que há uma mitigação dos riscos que qualquer atividade empresária oferece, pois “o lucro advém da comercialização de um produto ou serviço rentável e não da simples angariação de novos revendedores”¹⁰⁹.

É uma estratégia empresarial de distribuição de produtos e serviços, na qual a divulgação se dá pela indicação “boca a boca”. Essa modelagem de negócio almeja o aumento da venda do produto ou serviço oferecido por meio da propaganda da qualidade e da utilidade destes, da angariação de novos revendedores, e ganhar, além dos valores das vendas, um bônus pelo novo colaborador captado para vender¹¹⁰.

Em suma, o MMN, é um modelo de negócio de vendas, no qual o empreendedor vende seus produtos ou serviços para seus revendedores, também podendo formar equipe de vendas. Ele obterá uma porcentagem, acertada previamente com os revendedores, sobre o que será revendido. Caso o revendedor angarie novas pessoas para fazer parte dessa rede, o empreendedor lhe concederá um “bônus”.

Essa indústria é gigantesca, movimentada bilhões. Para se ter uma ideia de como é relevante no panorama brasileiro, nos valem dos dados da ABEVD¹¹¹. Em 2019, cerca de 35 (trinta e cinco) bilhões de reais foram movimentados graças à venda direta, o que inclui o MMN. Quanto aos segmentos de vendas, 52% (cinquenta e dois por cento) se concentraram em cosméticos e cuidados pessoais, 22% (vinte e dois por cento) em roupas e acessórios, 4% (quatro por cento) em alimentos e bebidas, e outros. A ABEVD informa que, em 2019, foi constatado em cerca de 20% (vinte por cento) das vendas foram realizadas via *internet*, 18% (dezoito por cento) via aplicativo *whatsapp* e 15% (quinze por cento) por mídias sociais. Ou seja, mais da metade das vendas foram realizadas em ambiente virtual.

No panorama mundial, temos a *World Federation of Direct Selling Associations* (WFDSA), organização internacional que representa a indústria de vendas diretas.

Segundo a WFDSA, em 2019, foram movimentados quase US\$ 180.480.000.000 (cento e oitenta bilhões, quatrocentos e oitenta bilhões de dólares). O Brasil movimentou 5% (cinco por cento) desse volume financeiro, ocupando o sexto lugar no ranking mundial¹¹².

¹⁰⁹ BERGO, Thaís Rosenbaum; DE HARO, Guilherme Prado Bohac. **A Conceituação de Pirâmide Financeira e suas diferenças em relação a Marketing Multinível**. ETIC – Toledo Prudente Centro Universitário. Presidente Prudente, 2014. Disponível em <http://intertemas.toledoprudente.edu.br/index.php/ETIC/article/view/4402>. Acesso em: 30 ago. 2020. P. 2.

¹¹⁰ *Ibid.*, p. 6.

¹¹¹ Disponível em <https://www.abevd.org.br/dados-e-informacoes/>

¹¹² Disponível em <https://wfdsa.org/wp-content/uploads/2020/07/Sales-Seller-2020-Report-Final.pdf>

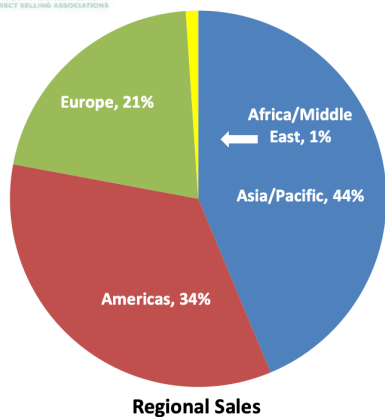
GRÁFICO 1



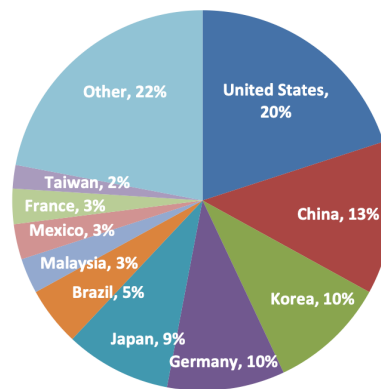
Global Direct Selling - 2019 Retail Sales

Published July 1, 2020

Not for use after May 31, 2021



Regional Sales



Top 10 Global Markets

Global Industry: \$180,479 (USD millions), Down 4.3% in Constant 2019 USD

Fonte: *World Federation of Direct Selling Associations*¹¹³

Em 2019, as vendas diretas movimentaram US\$ 9.024.000.000 (nove bilhões e vinte e quatro milhões de dólares), considerando os 5% (cinco por cento) apontados no gráfico acima. Segundo a média da cotação do dólar do Instituto de Pesquisa Aplicada (IPEA) de 2019, R\$ 3,94 (três reais e noventa e quatro centavos)¹¹⁴, o valor de vendas diretas chegaria a 35.554.560.000 (trinta e cinco bilhões, quinhentos e cinquenta e quatro milhões, quinhentos e sessenta mil reais). Não foram providos os dados específicos referentes aos MMN, porém não há dúvidas de que houve uma participação expressiva desse tipo de plano de Marketing, uma vez que é um dos tipos de plano mais empregados hoje em dia no mundo.

MUNCY aponta pesquisa realizada em 2001, cujo resultado foi de 90 (noventa) bilhões de dólares movimentados naquele ano. Isto é, dezoito anos depois, em 2019, esse valor dobrou. Provavelmente, seja essa a tendência – aumento constante.

Com um mundo mais “virtual”, muitas sociedades empresárias tendem a deixar de lado seus estabelecimentos comerciais físicos para apostar no MMN.

¹¹³ Idem.

¹¹⁴ Disponível em <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=31924>

Projeto de Lei n. 413

O Senador Eduardo Braga (MDB-PA) apresentou o Projeto de Lei n. 413 (“PL”)¹¹⁵, ainda em 2018. Não houve qualquer andamento ou mesmo modificação no texto desde então. De qualquer maneira, é de extrema importância a análise, visto que o MMN é o principal meio para configuração de pirâmides financeiras.

Na justificção do PL, o Senador informa que o MMN é de grande importância econômica, que se trata de canal de comércio de produtos e serviços inteligente. O sistema de funcionamento comentado acima é exatamente o mesmo que o do PL:

“(…) Os empreendedores independentes podem convidar outras pessoas para se tornarem empreendedores independentes da mesma empresa. Há pagamento de bonificação ou comissão também por ocasião de contrato da empresa com o empreendedor independente indicado por outro empreendedor independente. Além disso, o empreendedor independente receberá pagamento pelas vendas que o empreendedor independente por ele indicado efetuar em nome da empresa. (…)”

O Senador afirma que o sistema é sustentável, que a receita decorrente de entrantes não é relevante para os revendedores. Essa seria a diferença entre o MMN e as pirâmides financeiras e esquemas Ponzi.

A seguir, serão tratadas as definições trazidas nos incisos do artigo 2º do PL.

O MMN é definido como “sistema de pagamentos e de venda de produtos ou serviços por meio de cadeia de empreendedores independentes”, enquanto empreendedor independente é definido como: “pessoa física que, (...), intermedie a venda de produtos ou serviços a consumidor final ou intermedie a contratação de outros empreendedores independentes para empresas”.

Discordamos da visão trazida pelo PL no que concerne o MMN, mais especificamente ao MMN se traduzir em sistema de pagamentos.

Em primeiro lugar, ao pensarmos em pagamentos, nos vinculamos a obrigações, a adimplemento. Quando se trata de MMN, não é bem essa a imagem passada. O MMN nada mais é que uma estratégia de vendas, um plano de Marketing. Ainda, o sistema de pagamentos há de ser regulado pela Lei n. 10.214, de 27 de março de 2001. De acordo com o artigo 2º e seu parágrafo único, integram o sistema de pagamentos os serviços de compensação de cheques; de compensação e liquidação de ordens eletrônicas de débito e de crédito; de transferência de fundos e de outros ativos financeiros; entre outros. Não restam dúvidas de que o MMN não se trata de sistema de pagamentos.

¹¹⁵

Disponível em <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=7876590&ts=1594017906710&disposition=inline>

Quanto ao empreendedor independente, este se trata da pessoa física que intermedia o produto ou o serviço entre o consumidor final e a sociedade empresária. Talvez o termo “empreendedor” seja ambíguo, pois leva muitos a pensar que se trata da própria sociedade empresária que desenvolve, produz.

A empresa é tida como “pessoa física ou jurídica que contrate, utilize ou remunere empreendedores independentes para venda de produtos ou serviços, mesmo que não seja considerada empresária ou sociedade empresária pela legislação”.

Segundo o Direito Comercial, empresa é a atividade empresária em si¹¹⁶. De maneira leiga, empresa é utilizada para designar sociedade empresária. Porém, denominar pessoas físicas como empresas não é razoável.

Quanto à seguinte parte: “mesmo que não seja considerada empresária ou sociedade empresária pela legislação”, qual seria o sentido desse dispositivo? A pessoa física ou jurídica não seria considerada empresária ou sociedade empresária por não ter Registro em Junta Comercial? Ou seria em razão de não haver atividade empresarial? Devemo-nos lembrar que há disposições a respeito da sociedade em comum pelo Código Civil (artigo 986 e seguintes¹¹⁷).

A venda direta é definida como a “comercialização ou indicação de produtos e serviços por meio de contato entre empreendedores independentes e consumidores finais, que poderá ser pessoal ou por meio de plataformas digitais, disponibilizadas ou não pela empresa”. Concordamos com o termo empregado. Como já explicado, a venda direta é um meio pelo qual a sociedade empresária delega a venda de seu produto ou venda para um revendedor. Sem dúvidas, o MMN é um tipo de venda direta.

De acordo com o PL, deveria ser caracterizada uma espécie de “infração” ao MMN, que seria o marketing predatório (prática vedada). Essa infração é tida como “qualquer prática destinada ou tendente à atração de consumidores ou de empreendedores independentes ao

¹¹⁶ De acordo com TOMAZETTE, a empresa é a atividade empresarial e, como tal, é necessário ter um sujeito (empresário que a exerça). Este é quem a exerce profissionalmente, de forma organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços, consoante o artigo 966 do Código Civil. Disponível em <https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/231/edicao-1/empresario>

¹¹⁷ Art. 986. Enquanto não inscritos os atos constitutivos, rege-se a sociedade, exceto por ações em organização, pelo disposto neste Capítulo, observadas, subsidiariamente e no que com ele forem compatíveis, as normas da sociedade simples. Art. 987. Os sócios, nas relações entre si ou com terceiros, somente por escrito podem provar a existência da sociedade, mas os terceiros podem prová-la de qualquer modo. Art. 988. Os bens e dívidas sociais constituem patrimônio especial, do qual os sócios são titulares em comum. Art. 989. Os bens sociais respondem pelos atos de gestão praticados por qualquer dos sócios, salvo pacto expresso limitativo de poderes, que somente terá eficácia contra o terceiro que o conheça ou deva conhecer. Art. 990. Todos os sócios respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais, excluído do benefício de ordem, previsto no art. 1.024, aquele que contratou pela sociedade.

negócio por meio de ofertas ou qualquer tipo de vantagem diferente da prevista no marketing da empresa”. Não há qualquer tipificação em lei brasileira semelhante.

Faz-se referência a linha de patrocínio, que seria a “relação formada entre prévio empreendedor independente com novo empreendedor independente por ele indicado para a participação no marketing multinível da empresa”.

O Senador define *dumping* como “venda ou oferta de venda abaixo do preço de custo ou do preço de mercado de determinado produto ou serviço” (prática proibida). Com a devida vênia, trata-se de grande equívoco. Não temos o intento de nos aprofundar nessa pauta, porém, o *dumping* ocorre no cenário de comércio exterior, não ocorre sequer no cenário doméstico. Consoante o artigo 7º do Decreto n. 8.058, de 2013, “(...) considera-se prática de dumping a introdução de um produto no mercado doméstico brasileiro (...) a um preço de exportação inferior ao seu valor normal”¹¹⁸.

O *dumping* ocorre quando uma sociedade empresária exporta, para o Brasil, produto a preço inferior que àquele que pratica no próprio país (valor normal). Essa prática desleal de comércio é tratada pelo Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio, no Brasil e pelo Órgão de Solução de Controvérsias da Organização Mundial do Comércio, a nível mundial¹¹⁹.

Talvez, fosse possível tratar essa questão de maneira diferente, dentro de uma das infrações da Lei n. 12.529, de 30 de novembro de 2011. Quiçá fosse possível enquadrar essa questão em preços predatórios¹²⁰.

Deixa-se claro o óbvio – não há formação de relação trabalhista. Contudo, o Senador também informa que a finalidade é a de pessoas (revendedoras), sem vínculo formal de emprego, se filiarem ao Regime Geral de Previdência Social.

No artigo 3º, são dispostas as características do MMN: sustentabilidade econômica; pequena ou nenhuma relevância econômica de capitais aportados por empreendedores independentes (revendedores); existência de contrato de compra e venda de produtos ou serviços entre a empresa e o consumidor com intermediação do empreendedor independente (revendedor); e pagamento de bonificação a empreendedores independentes (revendedores)

¹¹⁸ Art. 7º “Para os efeitos deste Decreto, considera-se prática de dumping a introdução de um produto no mercado doméstico brasileiro, inclusive sob as modalidades de drawback, a um preço de exportação inferior ao seu valor normal.”

¹¹⁹ Cf. http://www.mdic.gov.br/images/REPOSITORIO/secex/decom/Guia_de_Investigacoes_Antidumping.pdf

¹²⁰ Os preços predatórios são uma prática deliberada de preços abaixo de custo. Por meio dessa prática, o empresário visa eliminar seu concorrente para que explore o poder de mercado com a prática predatória. Disponível em <http://www.cade.gov.br/aceso-a-informacao/publicacoes-institucionais/cartilha-do-cade.pdf>

pela contratação de outros empreendedores independentes (revendedores) pelas vendas de produtos e serviços realizadas em nome da empresa.

São vedadas práticas enganosas, desleais ou que possam induzir a erro revendedores ou consumidores, assim como falsificar informações relativas a vendas, bonificações e receitas, e praticar atos abusivos de aliciamento ou recrutamento de outros revendedores.

Algo alarmante é o artigo 6º. O empreendedor independente (revendedor) deve ser tratado como consumidor, devendo incidir o Código de Defesa do Consumidor (CDC) em duas hipóteses: na utilização de plataformas virtuais, bem como de qualquer outra estrutura oferecida pela sociedade empresária; e em relação aos produtos que o revendedor comprou para si. Não há razoabilidade em tal dispositivo. A hipossuficiência do consumidor não é a mesma do revendedor, pois se trata de uma relação empresarial. Existe uma relação de comércio entre empreendedor e empreendedor independente (revendedor)¹²¹.

Há outras questões sistêmicas, a exemplo do artigo 4º. O empreendedor independente (revendedor) tem o dever de ser inscrito como contribuinte individual ou como microempreendedor individual; e a sociedade empresária tem algumas obrigações, como exigir o cumprimento de tais medidas e entregar ao empreendedor independente (revendedor) comprovantes de contribuições.

Em conclusão, entendemos que o Senador teve uma excelente iniciativa e que o PL tem uma ótima “essência”. Em relação aos pontos criticados, acreditamos que o PL carece de maior rigor técnico.

Pirâmides Financeiras

A grande distinção entre a pirâmide financeira e o MMN é a forma de remuneração dos participantes do empreendimento. Se um plano de Marketing remunera seus revendedores pela venda pessoal e apenas os bonifica pelo recrutamento, configura-se o MMN. Por outro lado, caso se remunere única e exclusivamente os revendedores pelo recrutamento de pessoas no empreendimento, sem haver o esforço da venda de produto ou de serviço, configura-se a pirâmide financeira¹²².

¹²¹ Não devemos nos esquecer de como o consumidor é definido no CDC: “pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final” (artigo 2º). O parágrafo único do artigo 2º equipara o consumidor a “coletividade de pessoas, ainda que indetermináveis, que haja intervindo nas relações de consumo”. O artigo 17 determina que se equiparam a consumidor “todas as vítimas” de certo evento. Ainda, o artigo 29 indica que se equiparam a consumidor “todas as pessoas determináveis ou não, expostas às práticas” comerciais danosas.

¹²² COSTA, Liliana Alves. **O sistema de Marketing de Rede: uma estratégia de ação mercadológica**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do

DE SOUZA explica essa diferença muito bem:

“O marketing multinível é um modelo de venda direta que inclui também o recrutamento indireto de vendedores e a participação nos resultados dos recrutados. Não há nada de ilegal nisso. O problema ocorre quando a rede é a própria sustentação do negócio, o que configura pirâmide – ilegal em vários países, inclusive no Brasil e nos Estados Unidos.

Em linhas gerais, pirâmide é um esquema de marketing multinível sem lastro real – quando o serviço ou produto oferecido não existem de fato ou não são a fonte principal dos recursos obtidos pela empresa.”¹²³

A bonificação oferecida por conseguir novos revendedores não é a renda principal no MMN. A principal fonte de renda é a venda do produto ou do serviço. Em razão de tal característica, normalmente muitos confundem o MMN com o esquema piramidal, que utiliza o angariamento de novas pessoas como principal fonte de renda, não o serviço ou o produto.

Tendo por base Kotler e Moore, COSTA define a pirâmide financeira como um programa de Marketing ilegal que remunera seus participantes meramente pelo ato de recrutamento no programa, não pela venda de produtos e serviços a consumidores. Ela entende que, nos esquemas piramidais, os participantes pagam pela oportunidade de avançar ao topo da pirâmide e obter maiores ganhos¹²⁴.

Não há função empresarial qualquer, o *con artist* apenas visa captar dinheiro público por meio de fraude, no que seria um plano de Marketing lícito – o MMN.

De acordo com COSTA¹²⁵, há diferenças que podem ser conotadas entre o MMN e a pirâmide financeira, além da forma de remuneração.

No MMN, há um produto ou serviço comercialmente viável – com público certo, boa qualidade, direito à devolução –, enquanto não há tal tipo de produto ou serviço na pirâmide financeira.

Há possibilidade de devolução de estoque e desencorajamento de acúmulo de estoques no MMN, enquanto nos esquemas piramidais não são reembolsáveis os estoques.

Para adentrar o plano de MMN, há um capital mínimo, sendo necessária a compra de produtos ou a aprendizagem de serviços. Na pirâmide financeira, o capital para adentrar o esquema é muito alto comparando com o primeiro.

Sul, como requisito para obtenção do título de Mestre, sob orientação da Professora Doutora Maria Schuler. Porto Alegre, 2001. Disponível em <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/3027>. Acesso em: 10 set. 2020. P. 48.

¹²³ DE SOUZA, Sérgio Carlos. **Guia Jurídico do Marketing Multinível** – um roteiro jurídico indispensável para empresários, líderes, divulgadores, afiliados, revendedores e consultores de empresas de Marketing Multinível. Vitória: Coletânea Direito ao Direito, livro 2, 2016. P. 50.

¹²⁴ COSTA, Liliana Alves. **O sistema de Marketing de Rede: uma estratégia de ação mercadológica**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito para obtenção do título de Mestre, sob orientação da Professora Doutora Maria Schuler. Porto Alegre, 2001. Disponível em <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/3027>. Acesso em: 10 set. 2020. P. 49.

¹²⁵ *Ibid.*, p. 51.

Por fim, no esquema piramidal, sempre há planos para obter pequenas fortunas a curto prazo, nunca a longo prazo. Já no MMN, é possível prosseguir por longo prazo.

Em conclusão, entendemos que as maiores divergências entre o MMN e os esquemas piramidais se consubstanciam primordialmente na forma de remuneração, no produto ou serviço comercializado, no capital dispendido no ato de filiação do revendedor e na existência ou não de carreira.

I.3 – Conceito de *con artist*

O *con artist* é o agente dos delitos estudados. É o idealizador, o fomentador, tanto do esquema Ponzi, como da pirâmide financeira. Não há um termo em português para o agente que comete esse tipo de crime de acordo com as nossas pesquisas. Conforme tradução em dicionário, *con artist* significa vigarista em português.

Não temos definição desse termo em doutrina nacional. Na realidade, ele advém de doutrina estrangeira, principalmente a norte-americana, a exemplo da obra de FRANKEL¹²⁶.

O *con artist* nada mais é que uma pessoa que seduz a coletividade (frisa-se - indeterminada), com o objetivo de captação de recursos, sem haver um real objeto social em seu empreendimento. Como já analisamos, ele afirma que já um empreendimento, o que é uma inverdade, assim como há uma expectativa de lucro altíssima. Porém, o participante (vítima) há de perder seus investimentos.

Entendemos que, no Brasil, o *con artist* deve ser responsabilizado consoante a Lei n. 1.521, de 1951. Analisaremos essa lei e também outras leis que, num primeiro momento, muitos podem entender como apropriadas para responsabilização do idealizador.

II – CASOS RELEVANTES NO BRASIL E NO MUNDO

II.1 - Estados unidos

II.1.1 – Caso Charles Ponzi

Para melhor compreender como o esquema Ponzi foi concebido e os detalhes do seu funcionamento, é importante examinarmos alguns aspectos de sua biografia, e,

¹²⁶ FRANKEL, Tamar. **The Ponzi Scheme Puzzle: A History and Analysis of Con Artists and Victims**. New York: Oxford University Press, 2012. Disponível em: <https://play.google.com/books/reader?id=1zxKeAr5yCAC&hl=pt-BR&printsec=frontcover&pg=GBS.PT3.w.5.0.5>. Acesso em: 15 mai. 2020.

especialmente, como Charles Ponzi (nascido Carlo Pietro Giovanni Guglielmo Tebaldo Ponzi) ergueu a *Securities Exchange Company*.

Em sua autobiografia¹²⁷, Charles Ponzi afirma que migrou jovem para os Estados Unidos, mais precisamente Boston, em 1903, com um único propósito – enriquecer. Ele chegou ao país com apenas US\$ 2,50 (dois dólares e cinquenta centavos).

Seu histórico de fraudes teve inspiração em sua correspondência, quando recebeu uma carta advinda da Espanha¹²⁸. Nela, havia um selo com o valor gravado – trinta centavos. No verso, dizia-se que o selo poderia ser trocado por qualquer selo no valor de vinte e cinco centavos espanhóis em qualquer país. Isto é, o selo havia sido comprado na Espanha por trinta centavos espanhóis (na época, o equivalente a seis centavos americanos) e poderia ser trocado por um outro selo de cinco centavos americanos.

Além dessa troca que poderia ser feita, o dólar americano estava em alta no início do século XX. Ponzi relata, em sua autobiografia, que uma peseta espanhola (PTA) equivalia à época a quinze centavos de dólar. Logo, um dólar correspondia a aproximadamente 6,60 PTA (seis pesetas e sessenta centavos). Com esse dinheiro, seria possível comprar vinte e dois selos espanhóis, uma vez que cada um custava trinta centavos americanos. Se Ponzi comprasse todos esses selos na Espanha e, quando retornasse aos Estados Unidos, os trocasse por cinco centavos americanos cada, ele teria um retorno de 10% (dez por cento)¹²⁹.

A peseta espanhola (PTA) não havia sofrido tamanha depreciação. Contudo, a lira italiana havia. Um dólar correspondia a duzentas liras, logo, a margem de lucro aumentaria muito. Ocorre que os governos, ainda que suspeitassem de eventual especulação, haviam adotado uma política que não permitia recusar a devolução ou a troca de um selo por outro. Dessa forma, não era possível evitar o negócio de Ponzi¹³⁰.

Ao iniciar seu negócio com selos, em dezembro de 1919, Ponzi fundou a *Securities Exchange Company*. Era um bom momento para explorar tais oportunidades, pois não havia qualquer discussão de que seriam valores mobiliários, e, muito menos, de implementar as *Blue Sky Laws*¹³¹. Além disso, a troca e a devolução de selos, com finalidade lucrativa, não era prevista por autoridade pública alguma; muito menos tipificada como crime ou infração penal.

¹²⁷ Disponível em <https://pnzi.com>

¹²⁸ Em sua autobiografia, Charles Ponzi não especifica quando recebeu essa carta. O trecho está contido no Capítulo XIII.

¹²⁹ Idem.

¹³⁰ Idem.

¹³¹ Haverá subcapítulo específico sobre valores mobiliários. Contudo, vale ressaltar que as *Blue Sky Laws* eram leis norte-americanas (pioneiras à época), a nível estadual, que tratavam do mercado de capitais.

O estratagema funcionaria da seguinte forma: seriam emitidas notas promissórias, em nome da *Securities Exchange Company*, a fim de obter recursos para que (i) Ponzi realizasse viagens à Europa para comprar selos; (ii) trocasse os selos nos Estados Unidos; e (iii) devolvesse os selos trocados por um valor superior “investido” em países europeus (que possuíam moedas depreciadas frente ao dólar). Os investidores, por sua vez, atuariam como tomadores das notas promissórias a serem emitidas pela *Securities Exchange Company*.

Podemos perceber que todos os investidores, ao tomarem essas notas promissórias, na realidade, firmavam praticamente contratos de investimento, uma vez que havia um investimento sendo realizado (i) investimento de forma passiva, existia uma (ii) expectativa de lucro e também existia um (iii) negócio dirigido por terceiro¹³². Ou seja, sem uma regulação federal ou estadual (*Blue Sky Laws*) de valores mobiliários, Ponzi estava

Ponzi contraiu empréstimos para aumentar sua operação e aproveitou para fazer algo que o serviço postal também realizava – a emissão de cupons de selos que funcionariam como “vales”. Os investidores de cupons e selos se beneficiariam das notas promissórias da *Securities Exchange Company* (subscrevente). O prazo para pagamento da nota promissória era de 90 (noventa) dias, com juros fixados em 50% (cinquenta por cento)¹³³.

Com essa modelagem de negócio, Ponzi começou sua procura por investidores e o chamariz foi a promessa de retornos da ordem de 10% (dez por cento) num pequeno intervalo de tempo. Quando os investidores recebiam o que lhes havia sido prometido, qualquer tipo de cautela se esvaía. A satisfação de seus primeiros investidores era tamanha a ponto de convidarem amigos e familiares para que empreendessem com Ponzi.

Ao perceber que não poderia mais atender e dar a atenção necessária a tantos clientes, o *con artist* começou a contratar funcionários que deveriam atuar como verdadeiros vendedores, o que acelerou crescimento da companhia. Ponzi não informa em sua autobiografia o número exato de investidores no início do ano de 1920. Estima um número reduzido, talvez algumas centenas. Em meados de 1920, *i.e.*, em seis meses, Ponzi já havia captado aproximadamente 30.200 (trinta mil e duzentos) clientes.

Considerando que a companhia havia sido fundada recentemente, que seu fundador não tinha reputação estabelecida no mercado, e que os meios de comunicação à época não eram como os de hoje, o sucesso vertiginoso do empreendimento era, no mínimo, suspeito.

¹³² EIZIRIK, Nelson Laks. **Reforma das S.A. e do mercado de capitais**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. P. 142.

¹³³ Disponível em: <https://pnzi.com>.

Os milhares de investidores tomavam notas de aproximadamente quinze milhões de dólares. Ponzi afirma que a bola de neve logo se tornou uma avalanche¹³⁴. Expandiu o esquema, abriu filiais e, acumulou trinta e cinco escritórios no estado da Nova Inglaterra.

A situação mudou quando o jornal *The Boston Post* publicou uma matéria sobre Ponzi levantando dúvidas sobre sua verdadeira identidade, bem como sobre como ele teria conseguido mais de quinze milhões de dólares e mais de trinta mil clientes em menos de um ano. A matéria teve um impacto devastador sobre seus empreendimentos. Os investidores da *Securities Exchange Company*, inseguros, começaram a cobrar as notas promissórias antes do prazo fixado e o fluxo de dinheiro caiu rapidamente.

Posteriormente, o mesmo jornal publicou uma matéria que afirmava que Ponzi estaria insolvente. Segundo uma fonte, o *con artist* não teria fundos suficientes para restituir as notas promissórias e, pior, ele nunca teria enviado ou recebido dinheiro da Europa¹³⁵.

Até o início de seu julgamento, ainda havia dúvidas se Ponzi, de fato, era um criminoso. Porém, conforme demonstra FRANKEL, o esquema criminoso iniciou-se já com a fundação da *Securities Exchange Company*.

Segundo FRANKEL¹³⁶, Ponzi tinha em mente o lucro que obteria com os selos, os quais seriam reembolsáveis quando da emissão do governo de suas moedas. Ele calculou e percebeu que a comercialização com base na diferença entre o valor das moedas, sobre as quais os selos postais haviam sido emitidos, poderia trazer grandes lucros.

Sendo assim, ao comprar cem selos por cem liras italianas, ele teria o equivalente a vinte dólares em selos. Se o preço da lira subisse e o valor passasse a equivaler trinta dólares, Ponzi devolveria todos os selos por cem liras e compraria os dólares com as liras – teria um lucro de dez dólares, um retorno de 50% (cinquenta por cento).

Tais cálculos pareciam convincentes no papel, uma vez que o esquema era executado com uma quantidade pequena de selos postais, de forma inconstante, e levando em consideração que a diferença do preço das moedas sempre iria na mesma direção – valorização do dólar – e que os governos sempre honrariam a promessa de reembolso pelos selos.

¹³⁴ Idem.

¹³⁵ The Boston Post: “*DECLARES PONZI IS NOW HOPELESSLY INSOLVENT. Publicity Expert Employed by “Wizard” Says He Has Not Sufficient Funds to Meet His Notes – States He Has Sent No Money To Europe Nor Received Money From Europe Recently*”. Matéria veiculada em 2 de agosto de 1922. Disponível em http://archive.nytimes.com/www.nytimes.com/slideshow/2009/05/04/nyregion/20090505PONZI_4.html

¹³⁶ FRANKEL, Tamar. **The Ponzi Scheme Puzzle: A History and Analysis of Con Artists and Victims**. New York: Oxford University Press, 2012. Disponível em: <https://play.google.com/books/reader?id=1zxKeAr5yCAC&hl=pt-BR&printsec=frontcover&pg=GBS.PT3.w.5.0.5>. Acesso em: 15 mai. 2020. P. 27.

FRANKEL aponta que os dados não estavam corretos no que diz respeito à coleta de milhões de dólares no longo prazo por meio desse esquema, especialmente porque os governos europeus poderiam deixar de reembolsar seus selos¹³⁷.

É importante ressaltar que quando Ponzi iniciou o empreendimento, parentes e amigos foram convencidos a fazer de um investimento que prometia retornos de 120% (dez por cento) ao ano. Naquele período (pós-guerra), os bancos ofereciam retornos de cerca de 5% (cinco por cento) ao ano¹³⁸.

Conforme apontado por FRANKEL, o esquema era insustentável, pois não era possível prever a variação do câmbio de diferentes países, tampouco suas políticas referentes a selos postais. Tal insegurança foi agravada pelo período entre guerras, marcado por enorme turbulência política e econômica na Europa e nos Estados Unidos.

Houve ainda um imprevisto que não estava presente no prognóstico de Ponzi. Os governos deixaram de restituir as pessoas pela devolução dos selos, o que se tornou o primeiro golpe no otimismo intrínseco do *con artist*, segundo FRANKEL.

Surgiram rumores da quebra de Ponzi e logo os investidores solicitaram o resgate de seus investimentos (o pagamento das notas promissórias). O *con artist* os pagou rapidamente, a fim de reduzir riscos e obrigações de enormes retornos. Ocorre que ele manteve consigo quatro milhões de dólares.

Em 12 de agosto de 1920, Ponzi foi detido. Processado por fraude postal, Charles Ponzi foi julgado e condenado a quatorze anos de reclusão¹³⁹. Solto em 1934, foi deportado para a Itália e, em 1941, se estabeleceu no Brasil, onde faleceu, em 1949.

Quanto aos selos em si, em teoria, Ponzi comercializava cento e sessenta milhões de selos postais. Contudo, de acordo com MORAES, existiam apenas vinte e sete mil selos nos Estados Unidos¹⁴⁰. Isto é, Ponzi iniciou seu empreendimento com os selos para conseguir o capital necessário e logo fundou a companhia. Contudo, é evidente que ele deixou de operar seu negócio de selos – que já beirava à fraude – para operar um esquema fraudulento muito maior que levou seu nome.

¹³⁷ *Ibid.*, p. 27 e 28.

¹³⁸ *Idem.*

¹³⁹ Trata-se de um processo muito antigo. Infelizmente, não pudemos encontrar o processo. Nos baseamos nos relatos da autobiografia do *con artist* e na obra de FRANKEL.

¹⁴⁰ MORAES, Maurício. “**Inspiração**” de investidor, Charles Ponzi morreu pobre no Brasil, há exatos 60 anos. Colaboração para A Folha. Matéria veiculada em 18 de janeiro de 2009. Disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi1801200923.htm>. Acesso em: 25 jun. 2020.

O Esquema Ponzi foi a primeira fraude desse gênero em grande escala. O negócio não encontrava obstáculo em lei, pois não havia crime em comprar selos e devolvê-los. Essa atividade empresarial foi “vendida” para seus investidores, como já relatado.

Ocorre que isso só foi feito num primeiro momento. A fraude foi iniciada e perpetrada logo no início da *Securities Exchange Company*, quando Ponzi deixou a atividade empresarial em si. Com bastante capital injetado na companhia, o *con artist* paralisou a operação e repassou os valores entre os investidores, a título de rendimentos. Para que fosse possível a continuação dessa fraude, seria necessária uma entrada contínua de investidores, uma vez que o capital presente na companhia era finito.

É importante salientar que, à época dos fatos, não havia uma fiscalização governamental como existe hoje. Dessa forma, fraudes eram muito mais comuns.

Em suma, o esquema Ponzi não oferece oportunidade de investimento alguma, apenas uma forma de ludibriar o investidor. Quando o empreendimento “original” fora delineado, havia uma aparência de um investimento legítimo, até mesmo porque os investidores eram devidamente restituídos com as promessas de lucro, não havia dúvidas. Bastou a matéria jornalística do *The Boston Post* para tudo desmoronar.

Trata-se de uma fraude consubstanciada em atividade empresarial (objeto do empreendimento) irreal. Há expectativa de lucro muito superior à praticada no mercado, pois o empreendimento não está sujeito a intemperes e os supostos “rendimentos” dos investidores são apenas repasses dos capitais injetados num primeiro momento.

II.1.2 - Caso Madoff

Perfis de Madoff e da Bernard L. Madoff Investment Securities LLC

Bernard Lawrence Madoff (ou, simplesmente, “Madoff”) foi um “figurão” da Wall Street. Em 1960, ainda jovem, fundou sua empresa de investimentos, a *Bernard L. Madoff Investment Securities LLC* (“BLMIS”). Ao longo dos anos, a BLMIS se consolidou em dois frentes: *proprietary trading services*¹⁴¹ e *market making services*¹⁴². Em 1989, a BLMIS

¹⁴¹ Esse segmento se refere a serviço oferecido por instituição financeira (termo empregado conforme o artigo 17, da Lei nº 4.595, de 1964), que invista o capital com o intuito de fazer ganhos diretos, ao invés de cobrar o cliente com comissões pelas operações realizadas. Enfim, a instituição lucra com a própria transação, podendo envolver, por exemplo, ações, moedas, commodities, etc. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/p/proprietarytrading.asp>

¹⁴² Quanto ao segmento de *market making services*, ou formador de mercado no Brasil, a instituição financeira (termo empregado o artigo 17, da Lei nº 4.595, de 1964), ou mesmo um indivíduo, atua nas duas pontas da transação de um valor mobiliário (*two-sided markets*), de modo que providencia a oferta e a demanda. Nesse sentido, a instituição poderá comprar um lote de ações, a um determinado preço, e também oferecer essas ações

administrava mais de 5% (cinco por cento) do volume transacionado na *New York Stock Exchange* (NYSE). Porém, esse ramo se tornava cada vez mais competitivo e as margens de lucro caíam. Assim, Madoff pensou em criar um novo segmento – *investment adviser services* – chefiado por ele e alocado em andar separado¹⁴³.

Inicialmente, as atividades da sociedade empresária eram lícitas. O foco estava em “*bid and ask*” (ofertas de compra em venda, *market making services*)¹⁴⁴. Porém, com os anos, os caminhos foram “diversificados”. E, no setor de *investment adviser services*, Madoff orquestrou um grande esquema criminoso.

Em 2008, a BLMIS possuía setecentos milhões de dólares de seu próprio capital na New York Stock Exchange. A sociedade empresária chegou a ter mais de duzentos funcionários, divididos em Londres e Nova York¹⁴⁵.

Em relação às alegações de que Madoff geria diferentes fundos de *hedge*, GREGORIOU e LHABITANT ensinam que tais alegações são incorretas¹⁴⁶. Segundo os autores, nunca houve um “*Madoff fund*”, assim como Madoff nunca reivindicou ser consultor, gestor ou administrador de um fundo. Ele simplesmente arrazoava que utilizava uma estratégia para obter até 12% (doze por cento) ao ano para seus clientes.

Entretanto, como será explanado a frente, Madoff mantinha registro na SEC como *investment adviser*. Ainda que formalmente, sob a máscara da BLMIS, ele administrava, geria e tinha o papel de consultor de investimentos.

Quanto aos clientes, o perfil da BLMIS era sofisticado em geral – fundos de investimentos, bancos estrangeiros, sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, fundos de pensão, etc¹⁴⁷. Também havia uma parcela de clientes composta por pessoas não tão sofisticadas, que buscavam apenas uma forma de render a quantia (ou mesmo a aposentadoria) que dispunham.

em seguida no mercado – a um preço maior, a fim de obter lucro. Disponível em <https://www.investopedia.com/terms/m/marketmaker.asp>

¹⁴³ GREGORIOU, Greg N.; LHABITANT, François-Serge. **Madoff: A Riot of Red Flags**. EDHEC Risk and Asset Management Research Centre. 2009. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1335639. Acesso em: 02 ago. 2020. P. 6.

¹⁴⁴ *Ibid.*, p. 6.

¹⁴⁵ Ressaltamos que os números trazidos por GREGORIOU e LHABITANT são imprecisos, contudo, dão ideia de grandeza da BLMIS.

¹⁴⁶ *Ibid.*, p. 6.

¹⁴⁷ FRANKEL, Tamar. **The Ponzi Scheme Puzzle: A History and Analysis of Con Artists and Victims**. New York: Oxford University Press, 2012. Disponível em: <https://play.google.com/books/reader?id=1zxKeAr5yCAC&hl=pt-BR&printsec=frontcover&pg=GBS.PT3.w.5.0.5>. Acesso em: 15 mai. 2020. P. 29

Muitos eram os candidatos a clientes e poucos eram os aceitos. Tratava-se de um serviço exclusivo.

Madoff era conhecido por sempre garantir um alto retorno, não importava o cenário econômico do país ou do mundo. Com os retornos, raramente o *con artist* era questionado.

O retorno prometido era irrealista. Madoff ludibriava seus clientes em relação ao retorno que poderiam ter, mesmo em momentos de crise ou de instabilidade financeira e econômica, como ocorreu em 2007. Em média, Madoff, em sua área de *investment adviser services*, prometia um retorno anual de até 12% (doze por cento) – os autores calculam que, do início da década de 1990 até 2008, houve um retorno acumulado de 557% (quinhentos e cinquenta e sete por cento), não ocorrendo um ano de baixa, mesmo o ano de 2007¹⁴⁸.

Algo interessante é que, apesar dos rendimentos que maravilhavam os investidores, muitas vezes, alguns fundos de investimentos aplicavam capitais na BLMIS e, mesmo assim, não conseguiam um retorno tão satisfatório como Madoff conseguiria para seus clientes. Um exemplo é o Fairfield Sentry Ltd.¹⁴⁹.

O *con artist* operava no *third market*¹⁵⁰, na *National Association of Securities Dealers Automated* (NASDAQ). Na década de 1990, se tornou presidente dessa instituição – quando já operava seu esquema. Na realidade, muitos dizem que ele foi um dos pioneiros do *third market* na NASDAQ¹⁵¹.

Além do prestígio por ter sido presidente da NASDAQ, Madoff também possuía conhecimento da regulação e da regulamentação norte-americanas. Talvez, em razão desses dois fatores, ele tenha conseguido se evadir da fiscalização norte-americana – o que trouxe um ar enigmático ao caso.

O criminoso também ocupou um cargo como consultor da *Securities and Exchange Commission*¹⁵² – por mais irônico que seja¹⁵³.

¹⁴⁸ GREGORIOU, Greg N.; LHABITANT, François-Serge. **Madoff: A Riot of Red Flags**. EDHEC Risk and Asset Management Research Centre. 2009. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1335639. Acesso em: 02 ago. 2020. P. 8

¹⁴⁹ *Ibid.*, p. 9.

¹⁵⁰ “*Exchange-listed securities trading in the OTC market*” (transações no mercado de balcão). Disponível em <https://www.nasdaq.com/glossary/t/third-market>

¹⁵¹ HENRIQUES, Diana B. **A Case Study of a Con Man: Bernie Madoff and the Timeless Lessons of History’s Biggest Ponzi Scheme**. *Social Research: An International Quarterly*, Baltimore, v. 85, n. 4, p. 745 – 766, 2018. Disponível em <https://muse.jhu.edu/article/716113/pdf>. Acesso em: 25 jul. 2020. P. 747.

¹⁵² *Ibid.*, p. 747.

¹⁵³ Segundo matéria publicada pela THOMSON REUTERS, Madoff provavelmente foi capaz de se esgueirar dos olhos da SEC por ser visto como um deles. WUTKOWKI, Karey. **SEC staff saw Madoff as a voice of authority**. Matéria veiculada pela Thomson Reuters em 17 de dezembro de 2008. Disponível em <https://www.reuters.com/article/us-madoff-sec-remarks/sec-staff-saw-madoff-as-a-voice-of-authority-idUSTRE4BG6US20081217>. Acesso em: 27 jul. 2020.

Crash da economia e resgate em massa dos clientes da BLMIS

Antes de pensar e explicar como Madoff operava seu esquema, talvez seja importante entender como houve o *crash*.

VIZEU FIGUEIREDO¹⁵⁴ leciona que, em 2001, o *Federal Reserve* passou a incentivar o mercado imobiliário por meio de agências¹⁵⁵ de crédito vinculadas ao governo (*government sponsored enterprises*): *Fannie Mae* e *Freddie Mac*. Dessa forma, foi possível atrair investidores externos e abrir linhas de crédito à clientela de menor renda – teoricamente, para muitos bancos, esse perfil seria inadequado. A garantia de tais linhas de crédito eram os próprios imóveis, por meio de contratos de hipoteca (*subprimes*).

Acreditava-se no potencial de valorização do mercado imobiliário e que, diante de eventual inadimplemento, os valores dos imóveis seriam avaliados conforme os preços originais (preços anteriores à contração da *subprime*). Ademais, por intermédio do *Federal Reserve*, o governo norte-americano atuava como o avalista desse mercado recém-formado – fato que o tornava ainda mais atrativo para o público.

Ocorre que essa linha de crédito mirou um público de baixa renda, com pouca capacidade de solvabilidade. Ou seja, o risco que o governo, o *Federal Reserve*, *Fannie Mae* e *Freddie Mac* corriam foi colossal¹⁵⁶.

Outro ponto a ser abordado é a forma que foi feita a securitização. Segundo VIZEU FIGUEIREDO,

“criou-se um sistema de securitização operacionalizado por meio de emissão de títulos mobiliários derivativos dos contratos subprime, conhecidos como derivativos. Tais valores mobiliários são oriundos de contratos ou operações financeiras de longo prazo, as quais o investidor que os adquire tem como garantia de retorno os pagamentos a serem efetuados, lastreando-se em crédito futuro e na certeza do adimplemento.”¹⁵⁷

A solução encontrada foi executar as garantias reais do *subprime*, como forma de assegurar o retorno dos investidores que adquiriram os respectivos derivativos¹⁵⁸. Em face do grande volume de hipotecas a executar, o preço dos respectivos imóveis tombou drasticamente,

¹⁵⁴ VIZEU FIGUEIREDO, Leonardo Vizeu. **Direito Econômico**. 10ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. P. 333.

¹⁵⁵ É importante ressaltar que o termo “agência” não foi colocado como aquele que se refere a agências reguladoras.

¹⁵⁶ *Ibid.*, 335.

¹⁵⁷ *Idem*.

¹⁵⁸ “Derivativos são títulos cujos valores dependem dos valores de outras variáveis mais básicas. Por exemplo, um derivativo de dólar comercial tem o seu valor derivado do comportamento do dólar comercial à vista. (...) Os derivativos podem ser financeiros e não financeiros. Os derivativos financeiros estão principalmente relacionados a taxas de juros, moedas e índices de Bolsa. Os derivativos não financeiros estão associados, por exemplo, a petróleo, café, soja, milho etc. Os derivativos financeiros mais negociados no mercado brasileiro são: termo, futuros, opções e swap” (FIGUEIREDO, Antonio Carlos. **Introdução aos derivativos**. 4ª ed., rev. e ampl. São Paulo: Cengage, 2019. P. 1 e 2).

não garantindo a liquidez dos derivativos emitidos. Consequentemente, os titulares desses valores mobiliários assistiram à queda de cotação destes e igualmente à impossibilidade de negociação em mercado de bolsa ou de balcão¹⁵⁹.

Podemos concluir que os valores mobiliários, os derivativos atrelados aos *subprimes*, eram verdadeiros *junk bonds*¹⁶⁰.

Graças ao reajuste dos juros remuneratórios, cobrados nos contratos de financiamento para aquisição de imóveis, a ordem econômica internacional foi estremecida, ocasionando um efeito dominó, que culminou na quebra de instituições financeiras pelo mundo.

As perdas nos financiamentos de imóveis nos Estados Unidos eram muito elevadas. Devido a dimensão dos prejuízos, havia uma ameaça a bancos e fundos de investimento. A título exemplificativo, ainda em agosto de 2007, o *BNP Paribas* suspendeu os resgates das quotas de alguns de seus fundos imobiliários; e, em abril, ocorreu a falência da *New Century Financial Corporation*, credora de hipotecas *subprime* nos Estados Unidos¹⁶¹.

Quando a crise deu seus primeiros sinais, muitos países ainda não tinham ideia da devastação que seria, nem mesmo os Estados Unidos. Porém, ao longo dos meses, os efeitos foram sentidos e os governos tomaram medidas para conter o que ainda aconteceria.

A partir de 2008, ocorreu a falência do banco de investimentos norte-americanos *Bear Stearns*. Ainda no primeiro trimestre, houve um crescimento de apenas menos de 1% (um por cento) do PIB dos Estados Unidos¹⁶².

Em julho, o otimismo que restava foi abalado quando os problemas de liquidez foram levados a *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, que representavam uma 40% (quarenta por cento) do mercado hipotecário norte-americano. As agências receberam grande ajuda do *Federal Reserve* e acabaram sendo estatizadas¹⁶³.

Em setembro de 2008, o *Lehman Brothers* pediu concordata (*composition plan*), o quarto maior banco de investimentos à época. Não houve auxílio financeiro por parte *Federal Reserve* e o banco entrou em liquidação. Em seguida, percebeu-se uma mudança da postura *Federal Reserve*, quando a seguradora *American Interegional Group* (AIG) teve de recorrer ao

¹⁵⁹ VIZEU FIGUEIREDO, Leonardo Vizeu. **Direito Econômico**. 10ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. P. 335.

¹⁶⁰ A título de conhecimento, *junk bonds* são títulos de renda fixa, de alta volatilidade, de rentabilidade elevada, de risco de crédito significativo (já que pode haver inadimplência do instrumento principal negociado anteriormente, a exemplo dos *subprimes* já comentados), e de baixa liquidez e de alto grau de especulação.

¹⁶¹ BORÇA JÚNIOR, Gilberto Rodrigues; TORRES FILHO, Ernani Teixeira. **Analisando a Crise do Subprime**. Revista do BNES, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129 – 159, dez. 2018. Disponível em https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/8344/1/RB%2030%20Analisando%20a%20Crise%20do%20Subprime_P_BD.pdf. Acesso em: 02 ago. 2020. P. 130.

¹⁶² *Ibid.*, p. 131.

¹⁶³ *Ibid.*, p. 131 e 132.

mesmo para garantir sua liquidez, levando o governo norte-americano a ter um controle de 80% (oitenta por cento) da mesma¹⁶⁴.

A crise se agravou. O Tesouro norte-americano teve de intervir e injetar 700 bilhões de dólares para adquirir os ativos “podres” (derivativos) com a finalidade de salvar o sistema financeiro e desobstruir os canais que bloqueavam os mercados de crédito¹⁶⁵.

Essa primeira medida foi essencial para que a bola de neve fosse freada. A nível mundial, outras providências foram tomadas, a exemplo da diminuição da taxa de juros por Bancos Centrais ao redor do mundo.

A título informativo, em 2010, houve o Acordo de Basileia III. Em síntese, as instituições financeiras seriam capazes de absorver choques advindos de estresse no sistema financeiro ou nos demais setores da economia. De acordo com ULRICH, há dois escopos fundamentais: fortalecer as regulações globais sobre capital e liquidez com o objetivo de promover um setor bancário mais resistente às crises; e aprimorar a capacidade do setor bancário de absorver os choques oriundos de tensões financeiras e econômicas¹⁶⁶.

O Comitê de Supervisão Bancária de Basileia¹⁶⁷ (CSBB) formulou o Acordo esperando um aumento do nível de capital das instituições financeiras, assim como à possibilidade de captação de recursos por meio de instrumentos de dívida, a exemplo de letras financeiras. O Acordo dispôs da necessidade de “colchão” de conservação de capital – as instituições financeiras passam a ter uma reserva extra de 2,5% (dois e meio por cento), além dos 8% (oito por cento) –, assim como um “colchão” contracíclico de capital – as instituições financeiras devem manter em reserva até 2,5% (dois e meio por cento) sobre o capital do banco emprestado, a depender da situação financeira de cada país¹⁶⁸.

A fim de incorporar o Acordo à ordem jurídica brasileira, foi promulgada a Lei n. 12.838, de 2013. A lei dispõe de crédito presumido e apurado com base em créditos oriundos de provisões para créditos de liquidação duvidosa e sobre a letra financeira e outros títulos

¹⁶⁴ Idem.

¹⁶⁵ *Ibid.*, p. 133.

¹⁶⁶ ULRICH, Fernando. **O diploma do sistema bancário e as regras de Basileia** – Com o Deutsche Bank derretendo, junto com a banca italiana, eis a raiz do problema. Disponível em <https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1152>. Acesso em: 03 dez. 2020.

¹⁶⁷ Composto por representantes da Argentina, Austrália, Bélgica, Brasil, Canadá, China, União Europeia, França, Alemanha, Hong Kong, Índia, Indonésia, Itália, Japão, Coreia do Sul, Luxemburgo, México, Holanda, Rússia, Arábia Saudita, Singapura, África do Sul, Espanha, Suécia, Suíça, Turquia, Reino Unido e Estados Unidos da América. Disponível em <https://www.bis.org/bcbs/membership.htm>

¹⁶⁸ ULRICH, Fernando. **O diploma do sistema bancário e as regras de Basileia** – Com o Deutsche Bank derretendo, junto com a banca italiana, eis a raiz do problema. Disponível em <https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1152>. Acesso em: 03 dez. 2020.

emitidos por instituições financeiras (artigo 1º)¹⁶⁹.

Passando para o campo do Direito Internacional Público, nos interessa como foi configurado o Acordo de Basileia III na ordem jurídica brasileira.

Em relação ao conceito de tratado internacional:

“Tratados ou acordos internacionais (...): são um acordo formal entre Estados, celebrado por escrito, que visa estabelecer direitos e obrigações entre os contratantes e que irão gerar efeitos aos seus súditos/cidadãos. Existem diferentes espécies e formas de tratados e acordos internacionais, cada qual com sua finalidade e objetivo específico.”¹⁷⁰

“O Tratado Internacional é o acordo jurídico formal concluído entre os sujeitos de Direito Internacional Público, destinado a produzir efeitos no âmbito internacional, através da manifestação formal da vontade desses entes”.¹⁷¹

Na produção de um tratado internacional, devem ser respeitadas certas fases – negociação, assinatura, aprovação legislativa, ratificação, expedição e Decreto de Promulgação.

Durante a negociação, os representantes – Chefes de Governo, Chefes de Estado, Ministros das Relações Exteriores, chefes de missões diplomáticas e demais representantes acreditados pelos Estados¹⁷² – discutem, elaboram e aprovam o tratado. De acordo com MARQUES e DE OLIVEIRA, há parcela da doutrina que se coloca no sentido de que o Presidente da República – que, no Brasil, assume as funções de Chefe de Governo e Chefe de Estado – seria o único a ter a competência para celebrar tratados, convenções e atos internacionais, em razão de dispositivo constitucional^{173 174}.

A assinatura é a finalização e a formalização da fase de negociação e é realizada

¹⁶⁹ “Art. 1º Esta Lei dispõe sobre o crédito presumido apurado com base em créditos decorrentes de diferenças temporárias oriundos de provisões para créditos de liquidação duvidosa e sobre a Letra Financeira de que trata a Lei nº 12.249, de 11 de junho de 2010, e outros títulos de crédito e instrumentos emitidos por instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, para composição de seu patrimônio de referência.”

¹⁷⁰ GUIMARÃES, Antônio Márcio da Cunha; GUIMARÃES, Arianna Stagni. **Tratados Internacionais e proteção ao investimento estrangeiro**. São Paulo: Revista de Direito Internacional e Globalização Econômica, v. 3, n. 3, 2018. Disponível em <https://revistas.pucsp.br/index.php/DIGE/article/view/38694>. Acesso em: 10 nov. 2020. P. 205.

¹⁷¹ GUIMARÃES, Antônio Márcio da Cunha. **Tratados Internacionais**. São Paulo: Aduaneiras, 2009. P. 42.

¹⁷² De acordo com o Decreto n. 7.030, de 2009, que promulga a Convenção de Viena: “Artigo 7 – (...) 2. Em virtude de suas funções e independentemente da apresentação de plenos poderes, são considerados representantes do seu Estado: a) os Chefes de Estado, os Chefes de Governo e os Ministros das Relações Exteriores, para a realização de todos os atos relativos à conclusão de um tratado; b) os Chefes de missão diplomática, para a adoção do texto de um tratado entre o Estado acreditante e o Estado junto ao qual estão acreditados; c) os representantes acreditados pelos Estados perante uma conferência ou organização internacional ou um de seus órgãos, para a adoção do texto de um tratado em tal conferência, organização ou órgão.”

¹⁷³ MARQUES, Miguel Ângelo; DE OLIVEIRA, Ana Carla Vastag Ribeiro. **Início da vigência dos tratados internacionais de Direitos Humanos no Brasil: críticas e novos paradigmas**. São Paulo, Revista de Direito Constitucional e Internacional, v. 108, jul. – ago. 2018, p. 275 – 294. P. 3.

¹⁷⁴ “Art. 84. Compete privativamente ao Presidente da República: (...) VIII - celebrar tratados, convenções e atos internacionais, sujeitos a referendo do Congresso Nacional.”

pelos mesmos representantes acima citados.

Segundo MARQUES e DE OLIVEIRA, em relação à fase legislativa, o tratado deve ser encaminhado ao Poder Legislativo¹⁷⁵, a fim de a matéria ser discutida e votada, separadamente, na Câmara e no Senado. Após referendo do Congresso Nacional, instrumentalizado por um decreto legislativo¹⁷⁶, este deve ser direcionado para o Presidente ratificá-lo ou não¹⁷⁷. Havendo a ratificação, é expedido decreto executivo pelo Presidente a fim de promulgar e conferir publicidade e exequoriedade ao tratado.

Quanto à última etapa retratada – expedição de decreto Presidencial –, parte da doutrina entende que não haveria tamanha necessidade. MARQUES e DE OLIVEIRA partilham desse entendimento¹⁷⁸. GUIMARÃES expõe essa posição com clareza:

“[O]s Tratados internacionais são apreciados no Congresso Nacional, mediante Decreto Legislativo, que por sua vez são de competência exclusiva desse Poder, não há se falar em sanção presidencial, razão pela qual entendemos que inexistente a necessidade de edição de Decreto Presidencial (regulamentar) para atribuir validade e eficácia aos Tratados Internacionais que já foram ratificados pelo Chefe do Executivo em função de referendo concedido pelo Poder Legislativo através do respectivo Decreto legislativo.”¹⁷⁹

Os tratados têm um rito próprio, fases próprias. Ao olharmos para todas essas fases, entendemos que o Acordo de Basileia III não é um tratado na realidade, apesar do nome.

Em 2010, o CSBB formulou uma longa lista de medidas que poderiam ser adotadas. Diversos países passaram a adotar essas medidas. Esse documento não tem, na realidade, caráter compulsório, por se tratar apenas de recomendações.

Em 2013, o Sr. Alexandre Antonio Tombin, à época ex-presidente do Banco Central, e o Sr. Guido Mantega, à época Ministro da Fazenda, recomendaram que a Presidente Dilma Rousseff adotasse tais medidas, por meio de medida provisória à época¹⁸⁰. A Presidente adotou as medidas propostas e editou a Medida Provisória (MP) n. 608, de 28 de fevereiro de 2013. A MP foi convertida na Lei n. 12.838, de 2013.

Não ocorreu qualquer uma das fases dos tratados, acima descritas. Entendemos que o Acordo de Basileia nada mais é que uma séria de recomendações para que as economias

¹⁷⁵ A respeito da competência do Congresso Nacional, prevista na Carta Magna, nessa seara: “Art. 49. É da competência exclusiva do Congresso Nacional: I - resolver definitivamente sobre tratados, acordos ou atos internacionais que acarretem encargos ou compromissos gravosos ao patrimônio nacional;”

¹⁷⁶ Constituição da República Federativa do Brasil: “Art. 59. O processo legislativo compreende a elaboração de: VI - decretos legislativos;”

¹⁷⁷ MARQUES, Miguel Ângelo; DE OLIVEIRA, Ana Carla Vastag Ribeiro. **Início da vigência dos tratados internacionais de Direitos Humanos no Brasil: críticas e novos paradigmas**. São Paulo, Revista de Direito Constitucional e Internacional, v. 108, jul. – ago. 2018, p. 275 – 294. P. 3.

¹⁷⁸ *Ibid.*, p. 7 e 8.

¹⁷⁹ GUIMARÃES, Antônio Márcio da Cunha. **Tratados Internacionais**. São Paulo: Aduaneiras, 2009. P. 114.

¹⁸⁰ Comunicado EMI nº 0016/2013 BACEN MF, de 26 de fevereiro de 2013.

nacionais se soerguessem da crise dos *subprimes*.

Quando ocorreu essa crise, no geral, todos os tipos de investidores, mais ricos e mais pobres, precisaram resgatar os valores investidos de suas aplicações. Muitos precisaram porque tiveram a moradia prejudicada ou por ter outros investimentos prejudicados.

Quando começaram os resgates, logo Madoff não foi capaz de honrar. Ele só poderia pagar os resgates iniciais, uma vez que nunca houve quaisquer investimentos feitos com os capitais postos à disposição da BLMIS. A farsa fora logo descoberta.

A seguir, serão pormenorizados os detalhes de como Madoff chegou a tribunal nova iorquino.

Julgamentos

A partir de dezembro de 2008, foram postas medidas judiciais contra Madoff.

Em dezembro de 2008, um agente do *Federal Bureau of Investigation* (FBI), compareceu ao *Southern District of New York*, para apresentar *Complaint*¹⁸¹, com base em informações fornecidas pelos próprios filhos de Madoff, Mark e Andrew, que trabalhavam nas áreas de *market marking* e *proprietary trading*.

O agente do FBI afirmou que o *crash* do esquema ocorreu com os resgates dos clientes, no montante de sete bilhões de dólares – que não poderiam ser pagos.

A *Complaint* do FBI deu origem ao processo criminal conduzido pelo *Department of Justice*, mais especificamente o *United States Attorney for the Southern District of New York*. Esse processo (*United States v. Bernard Madoff*), para melhor compreensão, será intitulado processo A.

A *Securities and Exchange Commission* (SEC) também instaurou uma *Order on Consent*¹⁸², contudo, com caráter emergencial, liminar, a fim de cessar ofertas vigentes de valores mobiliários e investimentos, realizadas por Madoff e pela BLMIS. Além da cessação das ofertas, a SEC requereu indenizações após o julgamento (para a instituição e para os investidores), o confisco de ganhos ilícitos e a fixação de juros. A SEC também ajuizou medida

¹⁸¹ No direito processual norte-americano, a *complaint* pode ser comparado à nossa petição inicial: “*the pleading that starts a case. Essentially, a document that sets forth a jurisdictional basis for the court's power, the plaintiff's cause of action, and a demand for judicial relief*”. Disponível em <https://www.law.cornell.edu/wex/complaint>

¹⁸² Essa medida processual, no âmbito norte-americano, pode ser externada também por agências e torna o processo mais ágil, em teoria: “*A consent order is governed by federal and state laws (...) It generally has the same effect as a court order and can be enforced by the court if anyone does not comply with the orders. Consent orders may also be issued by administrative agencies. The use of a consent order allows the licensing agency and the parties involved to resolve a disciplinary proceeding initiated by the agency without the time and expense required by a formal administrative hearing.*” Disponível em <https://definitions.uslegal.com/c/consent-order/>

para que Madoff e a BLMIS demonstrassem que não houve violação a leis e que não seria necessário congelar ativos.

O processo instaurado pela SEC foi apelidado de *Securities and Exchange Commission v. Bernard L. Madoff v. Bernard L. Madoff Investment Securities*. Para melhor compreensão, esse processo será apelidado de processo B doravante.

Em janeiro de 2009, no processo A, o *United States Attorney for the Southern District of New York* (“US Attorney”) pediu a prisão preventiva de Madoff. Em março, Madoff se declarou culpado por onze crimes.

Descreveremos a seguir os crimes de maior magnitude, cometidos pelo réu.

O primeiro crime foi o de crime contra o mercado de valores mobiliários (*Securities Fraud*). O crime pode ser encontrado quando o infrator comete fraude ao se utilizar de valores mobiliários, ou obtém, por meios fraudulentos, dinheiro com a compra ou a venda de valores mobiliários. Dita a lei (*United States Code* (USC), Título 18, p. 1348):

“(1) to defraud any person in connection with any commodity for future delivery, or any option on a commodity for future delivery, or any security of an issuer with a class of securities registered under section 12 of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78l) or that is required to file reports (...); or (2) to obtain, by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, any money or property in connection with the purchase or sale of any commodity for future delivery, or any option on a commodity for future delivery, or any security of an issuer with a class of securities registered (...).”

Quanto a fraude, vale uma pequena observação. No âmbito penal, ela pode se relacionar a diversos outros crimes. Segundo NUCCI, trata-se de um crime pelo qual o infrator se utiliza da confiança da vítima e, assim, abusa dela:

“É uma manobra enganosa destinada a iludir alguém, configurando, também, uma forma de ludibriar a confiança (...). [O] agente que criar uma situação especial, voltada a gerar na vítima um engano, tendo por objetivo praticar uma subtração de coisa alheia móvel, incide da figura qualificada. (...) Nota-se, pois, como a fraude implica num modo particularizado de abuso de confiança. Este, por si só, exige uma relação específica de segurança concretizada entre autor e vítima, enquanto a fraude requer, apenas, um plano ardiloso que supere a vigilância da vítima, fazendo com que deixe seus bens desprotegidos, facilitando a ação criminosa. A fraude é uma “relação de confiança instantânea”, formada a partir de um ardil.”¹⁸³

Sem dúvidas, todas as relações de Madoff com seus clientes eram permeadas por fraude. Ele se utilizava da confiança que as pessoas tinham sobre ele, assim como seu prestígio no mercado de capitais, para cometer tais crimes.

¹⁸³ NUCCI, Guilherme. **Curso de direito Penal: parte especial: arts. 121 a 212 do Código Penal**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. P. 374.

Abrindo mais um parêntesis, nos Estados Unidos da América, o “gênero” *Securities Fraud* cobre diversos crimes¹⁸⁴, a exemplo de esquemas Ponzi, pirâmides financeiras, fraude cambial (*foreign currency fraud*), fraude de corretores (*broker embezzlement*) e fraude em fundos de hedge (*hedge fund related fraud*).

O segundo crime confessado foi o de *adviser fraud*. A lei norte-americana tem os seguintes ditames:

“It shall be unlawful for any investment adviser by use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, directly or indirectly — (1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud any client or prospective client; (2) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates as a fraud or deceit upon any client or prospective client; (3) acting as principal for his own account, knowingly to sell any security to or purchase any security from a client, or acting as broker for a person other than such client, knowingly to effect any sale or purchase of any security for the account of such client, without disclosing to such client in writing before the completion of such transaction the capacity in which he is acting and obtaining the consent of the client to such transaction. The prohibitions of this paragraph shall not apply to any transaction with a customer of a broker or dealer if such broker or dealer is not acting as an investment adviser in relation to such transaction; or (4) to engage in any act, practice, or course of business which is fraudulent, deceptive, or manipulative.”

No Brasil, seria um crime de difícil definição, pois seria algo como fraude de consultor de fundo de investimento. Na Lei n. 6.385, de 1976, só há três crimes – manipulação de mercado, uso indevido de informação privilegiada e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função. De qualquer modo, não encontramos um crime específico, algo na esfera legal, que se equipare ao crime confessado pelo réu.

O terceiro crime confessado é o de transporte ilegal de fundos ou instrumentos monetários (*crime of unlawful transportation of funds or monetary instruments*), consiste em transporte de fundos dos Estados Unidos para o exterior, ou vice-versa; e a realização desse transporte com a intenção de promover atividade ilícita. Talvez, esse crime guarde similitude com violação à Lei n. 7.102, de 1983¹⁸⁵.

O crime de transporte ilegal de fundos ou instrumentos monetários para ocultar e encobrir os procedimentos de atividade ilícita (*crime of unlawful transportation of funds or monetary instruments to conceal and disguise the proceeds of specified unlawful activity*) é o quarto crime. Esse crime é semelhante ao anterior e, segundo a defesa, o réu deve ter o conhecimento de que o transporte foi feito para ocultar a natureza, a localização, a fonte, a

¹⁸⁴ Disponível em <https://www.fbi.gov/stats-services/publications/securities-fraud>

¹⁸⁵ Dispõe sobre segurança para estabelecimentos financeiros, estabelece normas para constituição e funcionamento das empresas particulares que exploram serviços de vigilância e de transporte de valores, e dá outras providências.

propriedade ou o controle de avanços de fraudes de valores mobiliários, cartas, meios digitais e desvio de benefício de empregados.

Os dois crimes acima citados são encontrados no USC, Título 18, parágrafo 1956:

“(2) Whoever transports, transmits, or transfers, or attempts to transport, transmit, or transfer a monetary instrument or funds from a place in the United States to or through a place outside the United States or to a place in the United States from or through a place outside the United States - (A) with the intent to promote the carrying on of specified unlawful activity; or (B) knowing that the monetary instrument or funds involved in the transportation, transmission, or transfer represent the proceeds of some form of unlawful activity and knowing that such transportation, transmission, or transfer is designed in whole or in part - (i) to conceal or disguise the nature, the location, the source, the ownership, or the control of the proceeds of specified unlawful activity; or (ii) to avoid a transaction reporting requirement under State or Federal law, shall be sentenced to a fine of not more than \$500,000 or twice the value of the monetary instrument or funds involved in the transportation, transmission, or transfer, whichever is greater, or imprisonment for not more than twenty years, or both. (...)”

O quinto crime se trata de envolvimento em transações monetárias derivadas de atividade ilícita (*crime of engaging in monetary transactions in property derived from specified unlawful activity*). Conforme discutido no tribunal, ocorreu envolvimento em transação financeira afetando o comércio interestatal; envolvimento em transação financeira, derivada de ação criminosa; e, ainda, havia o pleno conhecimento do réu de que tal transação guardava relação com atividade criminosa. Abaixo, a transcrição do crime segundo o USC, Título 18, parágrafo 1957:

“(a) Whoever, in any of the circumstances set forth in subsection (d), knowingly engages or attempts to engage in a monetary transaction in criminally derived property of a value greater than \$10,000 and is derived from specified unlawful activity, shall be punished as provided in subsection (b).”

A prestação de informações falsas à SEC (*making false statements to the SEC*) foi o sexto crime confessado por Madoff. Conforme a lei (USC, Título 18, parágrafo 1001):

“(a) Except as otherwise provided in this section, whoever, in any matter within the jurisdiction of the executive, legislative, or judicial branch of the Government of the United States, knowingly and willfully — (1) falsifies, conceals, or covers up by any trick, scheme, or device a material fact; (2) makes any materially false, fictitious, or fraudulent statement or representation; or (3) makes or uses any false writing or document knowing the same to contain any materially false, fictitious, or fraudulent statement or entry; (...)”

Em comparação com a lei brasileira, há previsão quanto à falsificação de documento particular, no Código Penal¹⁸⁶. Ainda, na esfera administrativa, guarda

¹⁸⁶ “Art. 298 - Falsificar, no todo ou em parte, documento particular ou alterar documento particular verdadeiro: Pena - reclusão, de um a cinco anos, e multa.”

correspondência com a Instrução CVM no 483, de 2010, segundo a qual é infração grave a omissão de informações ou a prestação de informação falsas para a Comissão de Valores Mobiliários¹⁸⁷.

O sétimo crime cometido foi o de perjúrio (*perjury*). Como discutido no tribunal, o perjúrio foi consumado quando da realização de juramento perante a SEC, a fim de testemunhar e apresentar documentos; confeccionar *statements* falsos relacionados ao juramento; e a existência de intenção na confecção falsa dos *statements*. Segundo a lei norte-americana (USC, Título 18, p. 1621):

“(1) having taken an oath before a competent tribunal, officer, or person, in any case in which a law of the United States authorizes an oath to be administered, that he will testify, declare, depose, or certify truly, or that any written testimony, declaration, deposition, or certificate by him subscribed, is true, willfully and contrary to such oath states or subscribes any material matter which he does not believe to be true; or (2) in any declaration, certificate, verification, or statement under penalty of perjury as (...) willfully subscribes as true any material matter which he does not believe to be true; is guilty of perjury and shall, except as otherwise expressly provided by law, be fined under this title or imprisoned not more than five years, or both. (...)”

Na lei brasileira, encontramos o crime de falso testemunho ou falsa perícia, no artigo 342¹⁸⁸, que traz suas diferenças. É necessário estar vinculado a algum tipo de processo, independente da esfera, o que difere do crime de perjúrio no sistema norte-americano¹⁸⁹.

A partir da confissão de culpa dos crimes, o processo B não teve maiores andamentos. Contudo, levando em conta que Madoff confessou o cometimento dos crimes, assim como houve a aplicação de penas, é natural que a esfera criminal absorva a esfera cível em certos casos de maior magnitude. Sendo assim, sigamos para o processo A.

No dia 29 de junho de 2009, ocorreu o julgamento criminal. Ao total, Madoff foi sentenciado a 150 (cento e cinquenta) anos de reclusão, considerando os onze crimes cometidos e confessados pelo réu. Apesar da idade de Madoff, segundo o magistrado, é de extrema importância manter o simbolismo pelas vítimas e de dissuasão para que crimes de tamanha magnitude não voltem a ocorrer.

Vale ressaltar que, de acordo com o que foi relatado pelo magistrado, as perdas foram ainda maiores do que se imaginava imediatamente. No início, o cálculo era de 50

¹⁸⁷ “Art. 21. Constitui infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei n 6.385, de 1976: (...) III – omitir ou prestar informações falsas para efeitos do cumprimento dos arts. 17 e 18.”

¹⁸⁸ “Art. 342 - Fazer afirmação falsa, ou negar ou calar a verdade como testemunha, perito, contador, tradutor ou intérprete em processo judicial, ou administrativo, inquérito policial, ou em juízo arbitral”.

¹⁸⁹ Apenas uma pequena observação: como cediço, nos sistemas de *common law*, como o norte-americano, a confiança está permeada e enraizada mais fortemente em todas as relações. Talvez, por conta disso, existam penas mais duras para quebras de confiança, ainda que sob juramento para apresentação de documentos.

(cinquenta) bilhões. Contudo, o valor girava entre 65 (sessenta e cinco) e 170 (cento e setenta) bilhões. Infelizmente, não foi possível alcançar um valor exato.

Em razão da natureza ilícita do esquema, e de Madoff ter consciência disso desde o início (em 1990), ele não mantinha registros exatos do que ocorria. Sendo assim, nunca se saberá o quanto foi perdido.

Red Flags

GREGORIOU e LHABITANT analisam todas as *red flags* sinalizadas e ignoradas pelas autoridades norte-americanas. No total, foram nove: (i) ausência de segregação entre prestadores de serviços da BLMIS, (ii) auditores desconhecidos, (iii) forte presença familiar, (iv) ausência de menção à BLMIS pelos fundos de investimento que nela aplicavam seus recursos, (v) poucos funcionários na área de *investment adviser services*, (vi) registro tardio na SEC, (vii) falta de transparência, (viii) certificados em papel e (ix) conflito de interesse.

Os autores indicam a falta de segregação entre prestadores de serviços da BLMIS como uma *red flag*. Na BLMIS, as funções de custodiante¹⁹⁰, gestor e administrador¹⁹¹ eram todas realizadas internamente, não havendo qualquer outra sociedade empresária para prestar esses tipos de serviço. Os autores indicam que uma sociedade como a BLMIS necessitaria de vários “braços” independentes e autônomos para reduzir o risco de fraudes:

“(...) [A] typical hedge fund uses a network of service providers that normally includes an investment manager to manage the assets, a broker (or several brokers) to execute trades, a fund administrator to calculate the NAV¹⁹², and a custodian/prime broker (or more than one) to custody the positions. These service providers work

¹⁹⁰ O serviço de custódia, regulamentado pela Instrução CVM nº 542, é um serviço de valores mobiliários prestado, por pessoas jurídicas autorizadas pela CVM. O serviço pode ser prestado para investidores, quando o custodiante for contratado para a guarda de valores mobiliários, ou para emissores de valores mobiliários não escriturais. Quando prestada para investidores, a custódia envolve a conservação, o controle e a conciliação das posições de valores mobiliários em contas de custódia mantidas em nome do investidor; o tratamento das instruções de movimentação recebidas dos investidores ou de pessoas legitimadas por contrato ou mandato; e o tratamento dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários custodiados. Quando prestada para emissores, a custódia envolve a guarda física dos valores mobiliários não escriturais; e a realização dos procedimentos e registros necessários à efetivação e à aplicação aos valores mobiliários do regime de depósito centralizado.

¹⁹¹ No Brasil, encontramos os exercícios de administração e de gestão de fundos de investimentos nas Instruções CVM nºs 555 e 558. A autarquia regulamenta que a atividade de administração de fundos compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados – pode ou não haver uma segregação de atividades. Essa atividade é privativa de pessoa física ou jurídica autorizada pela CVM. O administrador pode contratar os serviços de gestão da carteira do fundo, consultoria de investimentos, atividades de tesouraria, controle e processamento de ativos financeiros, distribuição de cotas, escrituração da emissão e resgate de cotas, custódia de ativos financeiros, classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito e formador de mercado. Por fim, vale ressaltar que a atividade de gestão, também privativa de pessoa credenciada pela CVM, tem diversos deveres, a exemplo da negociação e da contratação de ativos financeiros e intermediários para realizar operações, e o exercício do direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo.

¹⁹² A sigla NAV significa *net asset value*, que exprime o valor líquido dos ativos.

*together but should normally be independent of each other and their functions segregated, as this segregation plays a major role in reducing the risk of fraud.*¹⁹³

Outra *red flag* encontrada por foi a auditoria. A sociedade empresária *Friehling and Horowitz* era pouco conhecida. Os autores questionam a razão de a BLMIS, à época tão sólida e de porte volumoso, contratar os serviços de auditores pouco conhecidos. A sociedade empresária possuía apenas dois auditores¹⁹⁴.

O terceiro item é a forte presença familiar na BLMIS. Filhos, sobrinhos e irmão estavam permeados na BLMIS. GREGORIOU e LHABITANT apontam que o grande laço familiar compromete fortemente a independência de funções, principalmente em grandes sociedades empresárias¹⁹⁵.

O quarto ponto é algo de causar estranheza. Os fundos de investimentos, que aplicavam recursos na BLMIS¹⁹⁶, nunca mencionaram tais aplicações em seus prospectos, apenas informaram que alocavam os recursos para um administrador que utilizava estratégia chamada *split-strike conversion strategy*¹⁹⁷.

Quanto à área de Madoff, *investment adviser services*, a equipe era extremamente reduzida. Eram apenas cinco pessoas, que realizavam até mesmo pesquisas, e auxiliavam o *con artist* a gerir dezessete bilhões de dólares em teoria¹⁹⁸. Essa é a quinta *red flag*.

Ainda que tivesse a função de administrador, Madoff apenas realizou o registro de consultor de investimentos (*investment adviser*) em 2006, mesmo tendo fundado a área de *investment adviser services* em 1990. Antes de 2006, a legislação norte-americana exigia que tal registro deveria ser feito apenas quando o fundo administrasse carteiras de mais de quinze pessoas. Porém em 2006, a SEC conduziu uma investigação e foi descoberto que a BLMIS realmente detinha um número superior. Sendo assim, a sexta *red flag* foi Madoff ter sido “compelido” a realizar o registro, mesmo sendo um profissional respeitado no mercado¹⁹⁹.

A ausência de transparência de Madoff era algo notável. Portanto, o sétimo ponto é a recusa do *con artist* em prestar informações sobre estratégia e aplicações aos investidores. Geralmente, aqueles que questionavam muito, eram ameaçados com expulsão²⁰⁰.

¹⁹³ GREGORIOU, Greg N.; LHABITANT, François-Serge. **Madoff: A Riot of Red Flags**. EDHEC Risk and Asset Management Research Centre. 2009. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1335639. Acesso em: 02 ago. 2020. P. 10.

¹⁹⁴ *Ibid.*, p. 10 e 11.

¹⁹⁵ *Ibid.*, p. 11.

¹⁹⁶ GREGORIOU e LHABITANT nomeiam tais fundos como *feeder funds*.

¹⁹⁷ GREGORIOU, LHABITANT, op. cit., p. 11.

¹⁹⁸ *Ibid.*, p. 12.

¹⁹⁹ *Ibid.*, p. 12.

²⁰⁰ Idem.

Finalmente, os autores reportam duas *red flags* que passaram despercebidas por muitos. A BLMIS não confeccionava certificados ou mesmo recibos online para seus investidores, apenas em papel, mesmo que houvesse um site. Além disso, havia um potencial conflito de interesse nas atividades exercidas pelos funcionários na sociedade empresária, pois eram executadas as funções de *broker*, *dealer* e *market maker* com as mesmas posições muitas vezes²⁰¹.

II.2 – Albânia

A Albânia foi palco do maior caso mundial de pirâmide financeira no âmbito estatal. No ano de 2000, o Fundo Monetário Internacional (FMI) realizou um estudo sobre a experiência da Albânia, que resultou em um aprofundado relatório²⁰² sobre os crimes financeiros e os devastadores efeitos econômico-sociais no país.

O referido relatório, elaborado por Christopher Jarvis, economista de referido órgão internacional, apontou que o período de maior operação dos esquemas foi no biênio 1996-1997. No pico, o passivo dos esquemas corresponderia a 50% (cinquenta por cento) do Produto Interno Bruto (PIB) da Albânia – ou seja, quando ruíram, destruíram a economia nacional. O colapso econômico desencadeou rebeliões em diversas cidades, instaurando uma guerra civil. Com 3,5 milhões de habitantes, dois mil albaneses morreram apenas nos tumultos²⁰³.

O país, por muito tempo, foi considerado como um dos mais fechados da Europa. A partir de 1945, foi implementado um regime comunista. O perfil da Albânia orbitava ao redor do comunismo, da busca pela autossuficiência – de modo a não depender de outro país ou da comunidade internacional – e da eliminação da propriedade privada²⁰⁴.

Em 1991, foi iniciado processo de abertura, assim como transição para a economia de mercado. ARTISIEN ensina que foi delineada uma política de desenvolvimento econômico vigorosa e foi priorizada a indústria pesada, enquanto se acelerava a agricultura. Foi obtido crédito para implementação de reformas para modernização, junto a bancos ocidentais. Com tal crédito, foi possível iniciar a modernização no país²⁰⁵.

²⁰¹ Idem.

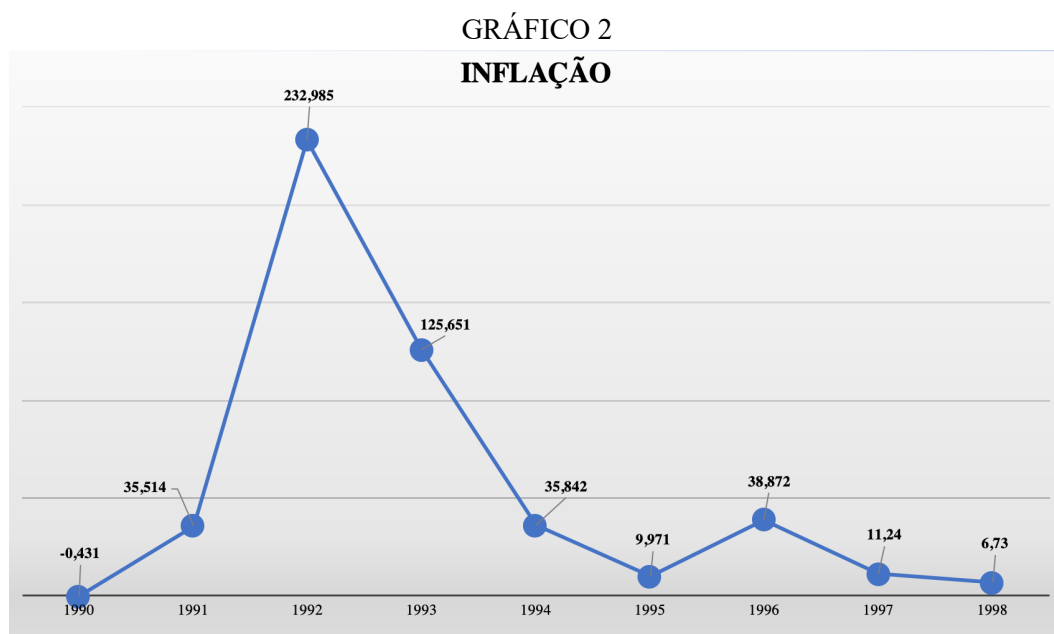
²⁰² JARVIS, Christopher. “The Rise and Fall of the Pyramid Schemes in Albania”. Relatório publicado pelo Fundo Monetário Internacional em 1999. Disponível em <https://www.imf.org/external/Pubs/FT/staffp/2000/00-01/pdf/jarvis.pdf>. Acesso em: 05 jun. 2020.

²⁰³ *Ibid.*, p. 2.

²⁰⁴ Idem.

²⁰⁵ ARTISIEN, Patrick F. R. **Albania after Hoxha**. SAIS Review, Johns Hopkins University, Baltimore, v. 6, n. 1, 1986, p. 159 – 168. Disponível em: <https://muse.jhu.edu/article/434956/pdf>. Acesso em: 07 jul.2020. P. 160 e 161.

A inflação alcançou altíssimos patamares e as reformas estruturais iniciadas foram suspensas. O resultado foi a elevação da inflação e o descontrole do déficit público²⁰⁶. Para se ter uma ideia de como a inflação afetou a Albânia quando da abertura econômica, elaboramos um gráfico com base nas informações disponibilizadas pelo Banco Mundial²⁰⁷:



Em relação ao sistema financeiro, JARVIS explica que três bancos estatais (que concentravam 90% (noventa por cento) dos depósitos) ofereciam taxas de juros baixas e detinham credibilidade frente à população. Quanto aos bancos privados, eles eram incipientes e estavam mais preocupados em financiar o comércio. Enfim, os bancos públicos eram maiores – no que diz respeito ao volume de operações – e dominavam a clientela²⁰⁸.

A regulação bancária era rudimentar e o sistema de pagamentos era extremamente precário. Segundo o autor, cerca de 64% (sessenta e quatro por cento) da população preferiu manter o dinheiro guardado em casa ao invés de utilizar os bancos, até mesmo para realizar pagamentos. Também havia a cultura de que, para empréstimos contraídos junto a bancos públicos, não havia uma real obrigação de pagamento e adimplemento contratual²⁰⁹.

²⁰⁶ JARVIS, op. cit., p. 2.

²⁰⁷ Dados disponíveis em <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.DEFL.KD.ZG?end=2018&locations=AL&start=1981&view=chart>

²⁰⁸ JARVIS, Christopher. “The Rise and Fall of the Pyramid Schemes in Albania”. Relatório publicado pelo Fundo Monetário Internacional em 1999. Disponível em <https://www.imf.org/external/Pubs/FT/staffp/2000/00-01/pdf/jarvis.pdf>. Acesso em: 05 jun. 2020. P. 3.

²⁰⁹ Idem.

Em 1992, os bancos começaram a realizar empréstimos e, a partir de 1994, percebeu-se que a taxa de adimplimento contratual era de apenas 27% (vinte e sete por cento). No final de 1995, em dois bancos estatais, os créditos vencidos correspondiam a 50% (cinquenta por cento) dos créditos pendentes. Diante dessa situação, o BCA interveio, limitando a capacidade de empréstimos dados aos bancos. Ocorre que a oferta de crédito se revelou insuficiente para o mercado, o que forçou 36% (trinta e seis por cento) das sociedades empresárias a recorrer ao mercado de crédito informal²¹⁰.

Tais sociedades empresárias de crédito²¹¹, inicialmente, eram até vistas como boas novas para o mercado, ainda incipiente, pois traziam uma aparente onda de empreendedorismo. Porém, ao lado dessas sociedades, existiam sociedades empresárias de recepção de depósitos (“*deposit-taking market*”)²¹², as quais investiam seu capital – e até mesmo deixavam de conceder empréstimos. Muitas delas, caso não tenham surgido como pirâmide financeira, se tornaram, pois tinham um influxo constante de dinheiro.

Quanto ao mercado de crédito informal, JARVIS ensina que os juros eram mais altos do que os juros oferecidos por bancos públicos. Em 1993, correspondiam a 8% (oito por cento) e, em 1995, a 6% (seis por cento)²¹³. Em relação ao perfil das sociedades empresárias de crédito, no mercado informal (por não terem registro), tinham laços familiares.

Quanto a aspectos regulatórios e de governança, JARVIS aponta que não havia quadro regulatório para instituições financeiras²¹⁴, isto é, quem deveria fiscalizá-las. Esse papel crucial “calhou” ao BCA. Tais instituições financeiras eram submetidas a um *enforcement*

²¹⁰ Idem.

²¹¹ Entendemos as sociedades empresárias de crédito como sociedades de crédito, financiamento e investimento, que são instituições privadas fornecedoras de empréstimo e financiamento para a aquisição de bens, serviços e capital de giro. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estabilidade/financeira/scfi>

²¹² No Brasil, não há uma figura jurídica que traduza exatamente o *deposit-taking market* e suas respectivas instituições. Segundo *os Bankings Acts* de 1979 e 1987 do Reino Unido, pode-se entender que o principal objeto desse tipo de instituição é a de receber depósito e, posteriormente, conceder empréstimos. *Verbis*: “*Meaning of “deposit-taking business”*: 6. - (1) Subject to the provisions of this section, a business is a deposit-taking business for the purposes of this Act if (a) in the course of the business money received by way of deposit is lent to others; or (b) any other activity of the business is financed, wholly or to any material extent, out of the capital of or the interest on money received by way of deposit” (*Banking Act of 1987 – Part I*). Disponível em http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1987/22/pdfs/ukpga_19870022_en.pdf

²¹³ JARVIS, Christopher. “The Rise and Fall of the Pyramid Schemes in Albania”. Relatório publicado pelo Fundo Monetário Internacional em 1999. Disponível em <https://www.imf.org/external/Pubs/FT/staffp/2000/00-01/pdf/jarvis.pdf>. Acesso em: 05 jun. 2020. P. 6.

²¹⁴ Fizemos referência a instituição financeira de forma genérica, inclusive no sentido que é empregada no Brasil, conforme a Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964: “Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.”

inadequado, não eram auditadas e tampouco pagavam tributos. Quanto às operações de crédito, não havia real objeto (ou o objeto era ilícito e desconhecido); existindo grandes companhias de investimento “de fachada”. Ou seja, foram formadas sociedades empresárias, sob a forma de instituição financeira, mas que não passavam de um “poço sem fundo”, pois não tinham como objeto social o investimento ou a concessão de crédito, por exemplo²¹⁵.

Após analisarmos os pontos nevrálgicos do país, considerando também que já delineamos o conceito de pirâmide financeira, passemos finalmente à questão.

No caso da Albânia, os eventos de 1996 foram essenciais para a descoberta do gigantesco esquema criminoso que havia se instalado no país. JARVIS descreve os eventos como uma “euforia”²¹⁶, ocorrida a partir de 1995

Em 1991, foi iniciado o processo de desintegração – e posterior guerra civil – da antiga República Federativa da Iugoslávia. A Organização das Nações Unidas (ONU) tomou como medida inicial a sanção econômica ao país, a qual foi suspensa em 1995. Essa suspensão foi um desfalque a milhares de albaneses que viviam do contrabando de bens aos iugoslavos. Esse foi o primeiro evento encabeçou a derrocada das pirâmides do país²¹⁷.

Em janeiro de 1996, foi iniciado um processo de aumento de rendimento por parte de todos os esquemas piramidais. À época, as maiores pirâmides, travestidas de sociedades empresárias com negócios legais, eram a VEFA, a Gjallica e a Kamberi. As três ofereciam retornos entre 4% (quatro por cento) e 5% (cinco por cento) ao mês²¹⁸.

Com o surgimento de novas pirâmides – notadamente Sude, Xhafferi e Populli –, os esquemas tradicionais elevaram seus retornos em até 10% (dez por cento), uma vez que aquelas ofereciam retornos entre 12% (doze por cento) e 19% (dezenove por cento) ao mês²¹⁹. Com essa oferta estonteante, e levando em conta que a população até pouco tempo atrás vivia numa economia comunista, sem qualquer consciência da existência de tais ilícitos, Sude, Xhafferi e Populli ganharam o mercado.

²¹⁵ JARVIS, Christopher. “The Rise and Fall of the Pyramid Schemes in Albania”. Relatório publicado pelo Fundo Monetário Internacional em 1999. Disponível em <https://www.imf.org/external/Pubs/FT/staffp/2000/00-01/pdf/jarvis.pdf>. Acesso em: 05 jun. 2020. P. 6 e 7.

²¹⁶ *Ibid.*, p. 8.

²¹⁷ *Idem.*

²¹⁸ *Ibid.*, p. 8 e 9.

²¹⁹ JARVIS, Christopher. “The Rise and Fall of the Pyramid Schemes in Albania”. Relatório publicado pelo Fundo Monetário Internacional em 1999. Disponível em <https://www.imf.org/external/Pubs/FT/staffp/2000/00-01/pdf/jarvis.pdf>. Acesso em: 05 jun. 2020. P. 9.

VEFA era uma grande companhia, com aproximadamente 85.000 (oitenta e cinco mil) depositários. Porém, logo que Xhafferi e Poppuli entraram no mercado informal de depósito e de crédito, atingiram a marca de um milhão de depositários em poucos meses²²⁰.

Como resposta à incerteza trazida pela política e pelas eleições, assim como pela entrada de novos esquemas no mercado “informal”, os esquemas mais antigos aumentaram a taxas de retorno para 8% (oito por cento). Entretanto, a inflação galopante foi um dos fatores determinantes para tornar as pirâmides insustentáveis mais rapidamente. Em 1995, a inflação já havia sido de 5% (cinco por cento) e, em 1996, seria de 17% (dezesete por cento)²²¹.

No segundo semestre de 1996 a euforia (ou “Mania” como articula JARVIS) se instalou. Os esquemas passaram a elevar suas taxas de retorno mensal. Para melhor visualização, as taxas serão dispostas a seguir²²²:

- Kamberi – retorno mensal de 10%;
- Populli – retorno mensal de 30%;
- Xhafferi – retorno correspondente ao triplo do investimento inicial em três meses; e
- Sude – retorno correspondente ao dobro do investimento inicial em dois meses.

JARVIS sumariza as informações relativas à captação de capital, taxa de retorno mensal, número de clientes, passivos, ativos, total devido e média do que é devido²²³:

TABELA 2

Company	Date started collecting money	Monthly interest rate offered ^a	No. of creditors at time of collapse	Liabilities to creditors (million lek)	Estimated assets ^b	Liabilities to creditors in U.S. dollars at pre-crisis exchange rate ^c	
						Total owed (US\$ millions)	Average owed (US\$)
VEFA	1994	8	85,000	67,929	4,999	655	7,707
Gjallica	1993	10	82,000	51,467	495	496	6,053
Kamberi	1994	10	...	6,330	519	61	...
Silva	1994	10	15,000	3,332	871	32	2,142
Cenaj	1994	10	...	7,021	750	68	...
Xhafferi	1996	47	1,188,000	30,833	16,033	297	250
Populli	1996	39	304,000	6,310	3,786	61	200
Sude	1994	41	13,000	3,900	0	38	2,893
Totals			1,687,000	177,122	27,453	1,708	
Memorandum items:							
Depositors as percentage of population					51		
Liabilities of the schemes as a percentage of 1996 GDP					64		

Fonte: Fundo Monetário Internacional, Christopher Jarvis²²⁴

²²⁰ Idem.

²²¹ Idem.

²²² Idem.

²²³ Com a devida vênia, para melhor compreensão, fizemos indicamos, com setas, a tradução das respectivas colunas elaboradas pelo autor.

²²⁴ *Ibid.*, p. 10.

Em novembro, os passivos das pirâmides já equivaliam a 1,2 bilhão de dólares. Com retornos tão altos, mais pessoas desejavam investir nos esquemas, sendo que muitas delas pensavam que o governo apoiava e atuava como garantidor. A euforia foi tão grande que albaneses vendiam suas casas e fazendeiros até vendiam seu gado para investir²²⁵.

O segundo fator da derrocada dos esquemas no país foram altas taxas de retorno que não poderiam se sustentar.

De acordo com JARVIS, lamentavelmente, o governo albanês apenas observou toda a situação. O FMI e o BM pressionaram e deram muitos avisos sobre a situação que o país enfrentava sobre os esquemas, contudo, tais órgãos internacionais não foram ouvidos. Os efeitos do colapso foram enormes; apenas a VEFA concentrava 120 milhões de dólares, o que equivalia, à época, a 5% (cinco por cento) do PIB da Albânia²²⁶.

O colapso teve princípio em novembro de 1996, quando a Sude deixou de pagar os tão altos retornos a seus investidores²²⁷. O efeito dominó prevaleceu e levou com ele não apenas os esquemas, mas o governo, assim como se instalou algo que se assemelhou a uma anarquia²²⁸. Os albaneses não mais confiavam no governo e as rebeliões populares tomaram proporções cada vez maiores.

Com a queda da Sude, os investidores temeram a perda de seus investimentos, mesmo que em outros empreendimentos (lícitos) e muitos retiraram o capital investido. Além dos esquemas, os fundos de investimentos (lícitos) se sentiram pressionados para mostrar ao público que seus investimentos produziram retornos maiores e logo cederam – também aumentaram os rendimentos²²⁹.

No início de 1997, Sude e Gjallica declararam falência²³⁰.

Em janeiro de 1997 foram congeladas as contas de Xhafferi e Populli, que continham 250 milhões de dólares americanos, correspondentes a 10% (dez por cento) do PIB

²²⁵ *Ibid.*, p. 10.

²²⁶ *Idem.*

²²⁷ *Ibid.*, p. 14.

²²⁸ Segundo o jornal *The New York Times*, a Albânia caiu em anarquia e a população passou a se armar: “*Albania crumbled into anarchy today as the authorities flung open weapons warehouses in the capital to arm civilians they apparently hoped would help defend the embattled Government. Citizens barricaded themselves inside their homes in terror, gunfire rattled across the capital and people bid up the prices of the last food supplies in the face of uncertainty and chaos in this, Europe's poorest country (...).*” Disponível em: <https://www.nytimes.com/1997/03/14/world/bitter-albanians-facing-anarchy-arm-themselves.html>

²²⁹ JARVIS, Christopher. “The Rise and Fall of the Pyramid Schemes in Albania”. Relatório publicado pelo Fundo Monetário Internacional em 1999. Disponível em <https://www.imf.org/external/Pubs/FT/staffp/2000/00-01/pdf/jarvis.pdf>. Acesso em: 05 jun. 2020. P. 15.

²³⁰ *Idem.*

do país. Em fevereiro, o Parlamento albanês aprovou lei que proibia a formação e o funcionamento de pirâmides financeiras (mas não as definiu).

No mesmo ano, o BCA decidiu limitar os saques dos bancos em 30 milhões de *leks*, a fim de evitar que os *con artists* esvaziassem suas contas e desaparecessem com o dinheiro dos investidores. Com essa medida, foi possível ressarcir em cerca de 50% (cinquenta por cento) os investidores de Xhafferi e Populli²³¹.

Embora tenham sido tomadas as “devidas” providências, o *timing* não foi correto, pois as rebeliões aumentaram à medida que as pessoas perceberam que não seriam apoiadas pelo governo ou que não seriam ressarcidas. Em pouco tempo, o então presidente Berisha renunciou, morreram dois mil albaneses em razão das rebeliões populares, foi necessária a evacuação de estrangeiros e ocorreu a emigração de milhares de albaneses²³².

O governo interino herdou uma situação econômica muito difícil em junho de 1997 –o *lek* havia depreciado em 40% (quarenta por cento) em relação ao dólar, os preços aumentaram 28% (vinte e oito por cento), muitas indústrias cessaram suas atividades e o comércio estava fechado²³³.

Poucos foram os estudos macroeconômicos realizados sobre o caso da Albânia. Pode-se dizer que são semelhantes a uma verdadeira bolha financeira. Numa aproximação mais simplista, podemos entender a bolha econômica como um fenômeno no mercado caracterizado por picos significativos nos preços dos ativos, muito acima dos valores reais. Geralmente, é difícil detectar o surgimento de bolhas em razão do valor artificial criado sobre os ativos (NASDAQ)²³⁴.

Enveredando pela teoria econômica clássica, OREIRO entende que se supõe que as bolhas são formadas conforme hipóteses de expectativas convencionais. O autor também cita Kindleberger, tendente pela teoria clássica, que define a bolha como a elevação acentuada do preço de um ativo ou de uma gama de ativos, sendo que o início da elevação gera expectativas de posteriores aumentos, atraindo compradores (especuladores interessados em lucros derivados da venda dos mesmos ativos no futuro). Porém, a elevação é seguida por uma reversão de expectativas e um declive acentuado no preço, resultando em crise financeira²³⁵.

²³¹ *Ibid.*, p. 16.

²³² *Idem.*

²³³ *Idem.*

²³⁴ *Verbis*: “A market phenomenon characterized by surges in asset prices to levels significantly above the fundamental value of that asset. Bubbles are often hard to detect in real time because there is disagreement over the fundamental value of the asset”. Disponível em <https://www.nasdaq.com/glossary/e/economic-bubble>

²³⁵ “A bubble may be defined loosely as a sharp rise in the price of an asset or a range of assets in a continuous process, with the initial rise generating expectations of further rises and attracting new buyers – generally speculators interested in profits from trading in the asset rather than in its use or earning capacity. The rise is

O autor entende que pode ser dada outra abordagem, contando com o cenário moderno. OREIRO explica que não é determinante a diferença entre o valor de mercado do ativo e seu valor fundamental (ou valor real) – o fator determinante é a razão pela qual o preço pode aumentar constantemente em dado intervalo de tempo, após súbita reversão de expectativas, produzindo-se uma queda acentuada no preço de mercado. Essa reversão não ocorre isoladamente, há uma crise financeira depois e, muitas vezes, uma recessão²³⁶.

Conforme uma bolha se expande, as pessoas acreditam estarem melhor do que realmente estão²³⁷, de modo que a demanda por bens e dinheiro aumenta, o que pode levar à desvalorização da moeda no cenário internacional, à fuga de capitais e/ou à aceleração da inflação. Se a bolha realmente atraísse investidores estrangeiros, o influxo de capitais seria inclusive suficiente para custear o déficit. Fato é que, depois de a bolha estourar, as fortunas desmoronaram dramaticamente. A queda da demanda por bens e dinheiro, a fuga de capitais e a elevação das taxas da inflação são os efeitos esperados²³⁸.

Por meio do caso da Albânia, percebemos claramente como crimes contra a economia popular, mais precisamente pirâmides financeiras, podem causar uma crise socioeconômica e uma bolha econômica. Mais que isso, se não houver um *enforcement* adequado no país, os danos causados podem ser terríveis como observamos.

II.3 – Portugal

Na década de 1960, a Sra. Maria Branca dos Santos aplicou seus recursos num empreendimento, que se tornou muito lucrativo, e passou a convencer (ou iludir) pessoas que elas poderiam resgatar suas quantias investidas a qualquer momento²³⁹.

Para melhor compreender como o empreendimento de Dona Branca cresceu tanto, é necessário contextualizar a situação de Portugal. Em 1974, houve a Revolução dos Cravos,

usually followed by a reversal in expectations and a sharp decline in price often resulting in a financial crisis - Kindleberger, 199, p. 1992". OREIRO, José Luís. **Bolhas, incerteza e fragilidade: uma abordagem pós-keynesiana**. Revista de Economia Contemporânea, Universidade Federal do Rio de Janeiro, v. 5, n. 2, jul./dez. 2001. P. 10 e 11. Disponível em <https://revistas.ufrj.br/index.php/rec/article/view/19722/11406>. Acesso em: 07 jun. 2020. Apud KINDLEBERGER, C. (1992) "Bubbles". In: J. Eatwell, M. Milgate (org.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*. P. 199.

²³⁶ OREIRO, José Luís. **Bolhas, incerteza e fragilidade: uma abordagem pós-keynesiana**. Revista de Economia Contemporânea, Universidade Federal do Rio de Janeiro, v. 5, n. 2, jul./dez. 2001. P. 11.

²³⁷ OREIRO expõe que esse estado de confiança é componente do processo endógeno da formação da bolha econômica. *Id.*, p. 11.

²³⁸ JARVIS, Christopher. **Relatório publicado pelo Fundo Monetário Internacional em 2000**. Disponível em <https://www.imf.org/external/Pubs/FT/staffp/2000/00-01/pdf/jarvis.pdf>. Acesso em: 05 jun. 2020. P. 20.

²³⁹ SILVA, Sílvia Daniela Antunes. **Caracterização e identificação de esquemas Ponzi: Casos Charles Ponzi, Bernard Madoff e Dona Branca**. Dissertação de Mestrado em Auditoria apresentada no Instituto Politécnico de Lisboa, como requisito para obtenção do título de mestre, sob orientação de Pedro Ramos Roque e Sofia Delgado António. 2016. Disponível em <https://repositorio.ipl.pt/handle/10400.21/6556>. Acesso em: 25 jul. 2020. P. 54.

que depôs a ditadura iniciada em 1933 e inaugurou a república no país. À época da Revolução, houve uma crise mundial em razão dos preços do petróleo e os resultados da crise foram “desemprego, inflação, déficit comercial e elevada dívida pública, (...)”²⁴⁰.

Além das graves consequências macroeconômicas, Portugal sofreu com a fuga de capitais e o fechamento temporário da Bolsa de Valores do país. O crédito se tornou muito restrito e caro, principalmente pelo fato de que a Bolsa de Valores, de qualquer país, tem como uma de suas principais funções a facilitação de acesso ao crédito²⁴¹.

SILVA aponta que a inflação, em 1971, vinha em uma tendência de forte elevação, chegando ao pico no ano da Revolução dos Cravos. Foi adotada uma política de austeridade, mesmo havendo um cenário de inclinação dos preços, e o resultado foi o agravamento da qualidade de vida da população²⁴².

Em face a esse cenário, houve um intenso fluxo emigratório. Entre os portugueses que continuaram em Portugal, meios alternativos de investimento e poupança se tornaram atrativos. Foi justamente durante essa fase inflacionária, que Dona Branca obteve sucesso.

O empreendimento funcionava como uma atividade de captação e mútuo de recursos com a cobrança de juros. Segundo SILVA, os juros fixados sobre os empréstimos eram superiores aos bancários – em até 15% (quinze por cento). No entanto, Dona Branca recebia um volume maior de depósitos, remunerando a um juro de cerca de 10% (dez por cento)²⁴³. Portanto, a diferença entre os juros percebidos ao remunerar seus investidores e os juros cobrados de empréstimos contraídos consistia no lucro por ela auferido.

Quando eram feitos os depósitos, Dona Branca adimplia sua obrigação ao repassar os juros pretendidos como forma de “rendimento”. Quando ela emprestava dinheiro a terceiros, este lhe era entregue em depósito pelos seus clientes – a juros superiores – e por períodos de até seis meses. Dessa forma, foi possível pagar os juros dos depositantes (investidores) no prazo certo. Para melhor compreensão, vale citar SILVA:

“(...) Dona Branca iniciou a sua atividade (...) mutuando dinheiro e recebendo um pequeno juro sobre as quantias emprestadas. Com o passar do tempo, Dona Branca consegue obter algum lucro e, mantendo a mesma metodologia, continua a receber pequenas quantias em dinheiro, em troca de um pequeno juro, que por sua vez emprestava ao dia, a um juro ligeiramente superior ao das instituições bancárias (...). As pessoas honravam o seu compromisso pagando no dia estipulado, permitindo a Dona Branca cumprir o pagamento dos juros prometidos a quem lhe emprestava o dinheiro. O facto de emprestar dinheiro a terceiros, que lhe era entregue em «depósito» pelos seus clientes, geralmente, a juros superiores àqueles que pagava e

²⁴⁰ *Ibid.*, p. 54.

²⁴¹ *Idem.*

²⁴² *Ibid.*, p. 54 e 55.

²⁴³ *Ibid.*, p. 56.

por períodos curtos (no máximo até seis meses), permitiu-lhe pagar os juros dos seus depositantes e assim cumprir sempre os pagamentos, no prazo estipulado, restituindo o capital inicial que lhe era entregue. (...).”²⁴⁴

Quanto à entrada de clientes, como em todos os Esquemas Ponzi, era necessário haver admissão constante de novos investidores (depositários). Apesar desse obstáculo, seus clientes faziam a propaganda necessária, tendo em vista que a criminosa lhes passava credibilidade e confiança. Desse modo, foi possível continuar por muitos anos.

Vale ressaltar que, para muitos portugueses, o rendimento auferido com o esquema era uma forma de pagar os estudos dos filhos, o aluguel etc. Dona Branca era vista como uma protetora e começou a ter uma fama ainda maior²⁴⁵.

Sua clientela se expandiu e começou a ter dificuldades para manter o mesmo controle de antes. O valor dos rendimentos subiu até 10% (dez por cento) ao mês para a alegria dos clientes. Quanto ao dinheiro depositado, Dona Branca o emprestava a terceiros, com fixação de juros mensais e pagamento em poucos meses²⁴⁶.

Com a ampliação da clientela, foram contratados funcionários e abertos escritórios²⁴⁷. A fama de Dona Branca foi tamanha que cresceu além-mar. SILVA aponta que o *The Guardian* a nomeou como “A Banqueira do Povo”, afirmando, numa matéria, que ela se tornara uma “heroína popular”²⁴⁸.

Para ter maior credibilidade, Dona Branca decidiu fundar uma “Organização”²⁴⁹, para passar maior credibilidade. Veiculou-se, ainda, ao público que se tratava de negócio imobiliário²⁵⁰.

Em Portugal, no Regime Geral de Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (ou “Regime Geral”), há uma lista exaustiva de definição de companhias que exercem algum tipo de atividade financeira no país. Logicamente, ao se encaixarem em tal lei, é necessário que as companhias presentes no país se guiem por ela.

²⁴⁴ *Ibid.*, p. 55 e 56.

²⁴⁵ *Ibid.*, p. 57.

²⁴⁶ *Idem.*

²⁴⁷ *Ibid.*, p. 58.

²⁴⁸ *Ibid.*, p. 59.

²⁴⁹ SILVA expõe o vocábulo “Organização”, que nós entendemos como alguma espécie de sociedade empresária.

²⁵⁰ SILVA, Sílvia Daniela Antunes. **Caracterização e identificação de esquemas Ponzi: Casos Charles Ponzi, Bernard Madoff e Dona Branca**. Dissertação de Mestrado em Auditoria apresentada no Instituto Politécnico de Lisboa, como requisito para obtenção do título de mestre, sob orientação de Pedro Ramos Roque e Sofia Delgado António. Lisboa, 2016. Disponível em <https://repositorio.ipl.pt/handle/10400.21/6556>. Acesso em: 25 jul. 2020. P. 60.

Não há dúvidas de que Dona Branca exercia atividade semelhante à de uma instituição financeira (consoante o termo brasileiro), porém, não havia inserção de seu feito no Regime Geral.

Sob um aspecto macro, holístico, o Regime Geral, agrupa todas as instituições financeiras, em seu artigo 2º - “Definições”. Entendendo que a atividade de Dona Branca consistia em concessão de empréstimo de dinheiro, em depósito e em aplicação em investimento imobiliário (fictícia), poderíamos tentar enquadrar sua Organização nos ditames do artigo 2º, como companhia financeira, empresa de investimento, instituição de crédito ou instituição financeira²⁵¹. Contudo, não haveria como adequar a Organização em nenhuma dessas hipóteses legais, uma vez que, na realidade, sequer havia objeto.

Embora a Organização tenha sido devidamente fundada, foram iniciadas investigações. O resultado ligava o esquema a uma “atividade econômica especulativa ou de financiamentos conscientemente ilegais no campo criminal”²⁵². Com a investigação, o Banco de Portugal iniciou um processo administrativo em 1984, a fim de apurar infração à legislação que protege o sistema de crédito e o funcionamento do mercado monetário e financeiro.

Foram realizadas investigações em razão de rendimentos tão altos durante a crise e, ao final, o Banco de Portugal entendeu que Dona Branca e sua Organização desequilibraram o sistema de crédito e o funcionamento dos mercados monetário e financeiro, uma vez que a captação de poupanças é ato de atividade bancária, exclusiva de instituição de crédito²⁵³.

²⁵¹ Artigo 2º - A – Definições: “Para efeitos do disposto presente Regime Geral, entende-se por: g) «Companhia financeira», uma instituição financeira cujas filiais sejam exclusivas ou principalmente instituições de crédito, empresas de investimento ou instituições financeiras, sendo pelo menos uma destas filiais uma instituição de crédito ou uma empresa de investimento, e que não seja uma companhia financeira mista; r) «Empresas de investimento», as empresas em cuja atividade habitual se inclua a prestação de um ou mais serviços de investimento a terceiros ou o exercício de uma ou mais atividades de investimento (...); (...) w) «Instituição de crédito », a empresa cuja atividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis e em conceder crédito por conta própria; (...) z) «Instituições financeiras», com exceção das instituições de crédito e das empresas de investimento: i) As sociedades gestoras de participações sociais sujeitas à supervisão do Banco de Portugal, incluindo as companhias financeiras e as companhias financeiras mistas; ii) As sociedades cuja atividade principal consista no exercício de uma ou mais das atividades enumeradas nos pontos 2 a 12 e 15 da lista constante do anexo I à Diretiva n. 2013/36/UE, (...); iii) As instituições de pagamento; iv) As sociedades gestoras de fundos de investimento mobiliário e as sociedades gestoras de fundos de investimento imobiliário (...).

²⁵² SILVA, Sílvia Daniela Antunes. **Caracterização e identificação de esquemas Ponzi: Casos Charles Ponzi, Bernard Madoff e Dona Branca**. Dissertação de Mestrado em Auditoria apresentada no Instituto Politécnico de Lisboa, como requisito para obtenção do título de mestre, sob orientação de Pedro Ramos Roque e Sofia Delgado António. Lisboa, 2016. Disponível em <https://repositorio.ipl.pt/handle/10400.21/6556>. Acesso em: 25 jul. 2020. P. 61.

²⁵³ *Verbis*: “No Relatório Final do Banco de Portugal, Dona Branca e a sua Organização são acusados de terem perturbado «o sistema de crédito e o normal funcionamento dos mercados monetário e financeiro», sendo que «a captação de poupanças integra a prática de actos inerentes à actividade bancária que só podem ser levados a efeito por instituições de crédito». (...) O Banco de Portugal «[a] partir de dados colhidos na imprensa, da análise feita à conta bancária [...] e informações complementares recolhidas junto do sistema bancário, reuniram-se indícios que se afiguram bastantes para instaurar um processo de transgressão» (...). *Id.*, p. 61).

O declínio de Dona Branca começou com as notícias sobre a investigação, o que fez com que os clientes começassem a resgatar os capitais investidos. Em julho de 1984, foi anunciado o encerramento dos escritórios.

Em 1990, Dona Branca foi acusada e condenada a dez anos de reclusão por associação criminosa, burla agravada e emissão de cheques sem cobertura, e cumpriu a pena na cadeia das Mónicas, em Lisboa. Junto com a *con artist* foram condenadas 44 (quarenta e quatro) pessoas que trabalhavam em sua Organização²⁵⁴.

Quanto aos crimes imputados a Dona Branca, vale fazer uma breve descrição dos tipos penais.

Em diversos países, como Portugal, o crime de burla é semelhante ao estelionato²⁵⁵, quando alguém obtém para si ou para outrem vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro (artigo 171 do Código Penal). Conforme o artigo 217 do Código Penal Português, o tipo penal do crime de burla é:

“1 - Quem, com intenção de obter para si ou para terceiro enriquecimento ilegítimo, por meio de erro ou engano sobre factos que astuciosamente provocou, determinar outrem à prática de actos que lhe causem, ou causem a outra pessoa, prejuízo patrimonial é punido com pena de prisão até 3 anos ou com pena de multa.

No próprio Código Penal Português, disponibilizado pelo *website* da Procuradoria-Geral Distrital de Lisboa, há comentários de jurisprudência consolidada. Desse modo, essa jurisprudência será brevemente comentada a seguir.

Foi consolidado que o momento da consumação desse crime ocorre quando o lesado abre mão de coisa ou de valor sem que possa controlar o que tem por vir. Logo, a burla é consumada com a transferência da quantia para outra conta²⁵⁶. Outrossim, em simples análise, a burla não pode ser cometida por omissão²⁵⁷.

²⁵⁴ *Ibid.*, p. 64.

²⁵⁵ “Crime de burla: Nota - Tipo penal previsto na legislação de diversos países (Portugal, Áustria, Alemanha, etc.) que, na forma qualificada, corresponde ao crime de estelionato na legislação brasileira (art. 171 do Código Penal: "Obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro"). (...) A forma qualificada é prevista para quem, de forma continuada e através desta prática, procura obter rendimentos sucessivos).” Disponível em: <http://www.stf.jus.br/portal/jurisprudencia/listarTesouro.asp?txtPesquisaLivre=CRIME%20DE%20BURLA>

²⁵⁶ “3. Decisão TRL de 3-09-2013 : I. O momento da consumação do crime de burla é aquele em que o lesado abra mão da coisa ou do valor sem que a partir daí se possa controlar o seu destino, então já sem disponibilidade sobre esse património. II. Assim, o crime de burla ficou consumado com a imediata transferência da quantia para outra conta de qualquer agência, em qualquer localidade, e bastando que, ao nível do tipo objectivo, se observe o empobrecimento (= dano) da vítima.” Disponível em: http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?ficha=201&artigo_id=&nid=109&pagina=3&tabela=leis&nversao=&so_miolo=

²⁵⁷ “8. Ac. TRL de 1-10-2013, CJ, 2013, T4, pág.143: O crime de burla não pode ser cometido por omissão.” Disponível em;

Não é necessário apenas o emprego de um meio enganoso, o criminoso deve fazer com que esse meio seja a causa efetiva da situação de erro que lesa a vítima; assim como não é suficiente apenas o estado de erro, é preciso que o engano resida na causa da prática de atos de que decorram prejuízos sobre o patrimônio do burlado. Dessa feita, há duplo nexos de imputação objetiva: entre a conduta enganosa do agente e a prática, da vítima, de atos que lesem seu patrimônio; e entre tais atos e a efetiva verificação do prejuízo²⁵⁸.

Quanto ao crime de emissão de cheques sem provisão, consoante o artigo 11 do Código Penal Português:

“1 - Quem, causando prejuízo patrimonial ao tomador do cheque ou a terceiro:
a) Emitir e entregar a outrem cheque para pagamento de quantia superior a (euro) 150 que não seja integralmente pago por falta de provisão ou por irregularidade do saque;
b) Antes ou após a entrega a outrem de cheque sacado pelo próprio ou por terceiro, nos termos e para os fins da alínea anterior, levantar os fundos necessários ao seu pagamento, proibir à instituição sacada o pagamento desse cheque, encerrar a conta sacada ou, por qualquer modo, alterar as condições da sua movimentação, assim impedindo o pagamento do cheque; ou c) Endossar cheque que recebeu, conhecendo as causas de não pagamento integral referidas nas alíneas anteriores; se o cheque for apresentado a pagamento nos termos e prazos estabelecidos pela Lei Uniforme Relativa ao Cheque, é punido com pena de prisão até 3 anos ou com pena de multa ou, se o cheque for de valor elevado, com a pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa até 600 dias.

(...) 4 - Os mandantes, ainda que pessoas colectivas, sociedades ou meras associações de facto, são civil e solidariamente responsáveis pelo pagamento de multas e de indemnizações em que forem condenados os seus representantes pela prática do crime previsto no n.º 1, contanto que estes tenham agido nessa qualidade e no interesse dos representados. (...)”

Em relação ao crime de associação criminosa, previsto no artigo 299 do Código Penal Português:

“1 - Quem promover ou fundar grupo, organização ou associação cuja finalidade ou actividade seja dirigida à prática de um ou mais crimes é punido com pena de prisão de um a cinco anos.

2 - Na mesma pena incorre quem fizer parte de tais grupos, organizações ou associações ou quem os apoiar, nomeadamente fornecendo armas, munições, instrumentos de crime, guarda ou locais para as reuniões, ou qualquer auxílio para que se recrutem novos elementos.

http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?ficha=201&artigo_id=&nid=109&pagina=3&tabela=leis&nversao=&so_miolo=

²⁵⁸ “6. Ac. TRP de 11-12-2013 : I. Para que se esteja perante um crime de Burla, do art. 217º, CPenal, não basta o simples emprego de um meio enganoso: torna-se necessário que ele consubstancie a causa efetiva da situação de erro em que se encontra o indivíduo. De outra parte, também não se mostra suficiente a simples verificação do estado de erro: requer-se que nesse engano resida a causa da prática, pelo burlado, de atos de que decorram prejuízos patrimoniais. II. A consumação do crime passa, assim, por um duplo nexos de imputação objetiva: i) entre a conduta enganosa do agente e a prática, pelo burlado, de atos tendentes a uma diminuição do patrimônio (próprio ou alheio); e ii) entre os últimos e a efetiva verificação do prejuízo. (...)”

Disponível

em:

http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?ficha=201&artigo_id=&nid=109&pagina=3&tabela=leis&nversao=&so_miolo=

3 - Quem chefiar ou dirigir os grupos, organizações ou associações referidos nos números anteriores é punido com pena de prisão de dois a oito anos.

4 - As penas referidas podem ser especialmente atenuadas ou não ter lugar a punição se o agente impedir ou se esforçar seriamente por impedir a continuação dos grupos, organizações ou associações, ou comunicar à autoridade a sua existência de modo a esta poder evitar a prática de crimes.

5 - Para os efeitos do presente artigo, considera-se que existe grupo, organização ou associação quando esteja em causa um conjunto de, pelo menos, três pessoas, actuando concertadamente durante um certo período de tempo.”

Em Portugal, foi pacificado que o crime de associação criminosa impõe a conjugação de três elementos: organizativo (entre os participantes), de estabilidade associativa (duração, permanência da associação) e de finalidade criminosa (ímpeto para cometer o delito). Quanto à consumação, o crime é consumado com a fundação da associação com a finalidade de cometer delitos²⁵⁹.

De qualquer forma, observamos mais um esquema Ponzi, que oferece altíssimos rendimentos, apesar da crise instalada no país. A “Organização” de Dona Branca nunca sofreu intemperes como qualquer sociedade empresária, nunca sofreu riscos empresariais, já que não tinha um objeto empresarial, a não ser receber e repassar dinheiro.

II.4 – Brasil

II.4.1 - Caso Avestruz Master

De acordo CÉSAR e DE PINHO, o Grupo Avestruz Master (“Avestruz Master”) foi fundado em 1998. Eram comercializados contratos de investimentos coletivos relativos à criação para abate e venda de carne de avestruz. Os autores afirmam que havia a promessa de um lucro de 10% em até 18 (dezoito) meses²⁶⁰.

A Avestruz Master, sociedade empresária sediada em Goiás com filiais em alguns estados, era um esquema Ponzi, pelo qual os idealizadores prometiam altos retornos pela compra e venda de avestruzes. Nunca houve qualquer avestruz nas supostas fazendas, o *con artist* apenas repassava os valores investidos entre os investidores²⁶¹.

²⁵⁹ “1. Ac. TRC de 27-11-2013 : 1. O bem jurídico protegido pelo crime de associação criminosa é a paz pública; 2. O crime de associação criminosa exige a congregação de três elementos essenciais: um elemento organizativo, um elemento de estabilidade associativa e um elemento de finalidade criminosa; 3. Consuma-se com a fundação da associação com a finalidade de praticar crimes, ou relativamente a associados não fundadores - com a adesão ulterior, sendo o agente punido independentemente dos crimes cometidos pelos associados e em concurso real com estes.” Disponível em:

http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?ficha=301&artigo_id=&nid=109&pagina=4&tabela=leis&nversao=&so_miolo=

²⁶⁰ CÉSAR, Ricardo Augusto Amorim; DE PINHO, Thais Leite. **Pirâmides Financeiras**. MPMG Jurídico: Revista do Ministério Público de Minas Gerais, Belo Horizonte, julho de 2014. Disponível em <https://aplicacao.mpmg.mp.br/xmlui/handle/123456789/26/browse?value=Pinho%2C+Thais+Leite+Garcia+de&type=author>. Acesso em: 31 ago. 2020. P. 38

²⁶¹ Ressaltamos que não tivemos acesso ao processo físico do caso.

No caso Avestruz Master, por meio do CIC, comprava-se um casal de avestruzes a vista, pelo valor de R\$ 10.000 (dez mil reais), e entrega em data futura. No ato de celebração do CIC, também era emitida Cédula de Produto Rural (CPR)²⁶², título representativo de promessa de entrega futura de produto agropecuário. Paralelamente, havia uma sociedade empresária, chamada Abatedouro Sthutio Gold, que assegurava a recompra futura das aves em até nove meses, no valor de R\$ 24.000 (vinte e quatro mil reais)²⁶³.

O processo administrativo sancionador CVM n. 23/04 foi instaurado para apurar eventuais irregularidades relacionadas à distribuição irregular de CPR em que os emissores captaram o equivalente a R\$ 86.000.000 (oitenta e seis milhões de reais), sem o devido registro perante a Comissão de Valores Mobiliários.

O Diretor-Relator da autarquia, Wladimir Castelo Branco Castro, em seu voto²⁶⁴, explicou a origem do delito. Em 2004, o Banco Central oficiou a Comissão de Valores Mobiliários sobre operações da Avestruz Master, as quais somente poderiam ser praticadas por instituições financeiras e que, segundo entendimento da mesma, se trataria de emissões irregulares de CIC. O Ministério Público Federal e a Secretaria de Polícia Civil, sites em Goiás, instauraram Procedimento Administrativo e Inquérito Policial (este relativo a estelionato).

Após inspeção da Autarquia, os investidores firmaram um CIC, cuja denominação era “Instrumento Particular de Compromisso de Compra e Venda de Avestruz”. Segundo o Processo Administrativo Sancionador, foram captados doze milhões de fevereiro a julho de 2004. Vale ressaltar que tamanha captação foi alcançada mediante promessa de alto rendimento. No CIC, os retornos prometidos variavam entre 7% (sete por cento) e 9% (nove por cento).

O diretor administrativo – sócio majoritário da sociedade empresária – e o advogado foram alertados diversas vezes a respeito da natureza do contrato ofertado em público. Em seguida, a Avestruz Master informou a Comissão de Valores Mobiliários que passaria a comercializar CPR.

²⁶² “Permite ao produtor rural ou a cooperativas obter recursos para desenvolver produção ou empreendimento com comercialização antecipada ou não. É uma promessa de entrega futura de produtos rurais (CPR de Produtos). Por meio desse instrumento, seus emitentes — produtores rurais, suas associações e cooperativas — recebem pagamento à vista relativo à venda de mercadorias.” Disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/registro/renda-fixa-e-valores-mobiliarios/cedula-de-produto-rural.htm

²⁶³ TOLEDO, Alejandro Melo. **Tutela jurídica do crédito: a convivência dos títulos de crédito e valores mobiliários no mercado de crédito de capitais brasileiro**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito Milton Campos, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, sob orientação do Professor Doutor Jean Carlos Fernandes e do Professor Doutor Felipe Fernandes Ribeiro Maia. Nova Lima, 2014. Disponível em <http://www3.mcampos.br:84/u/201503/alejandromelotoatutelajuridicadecredito.pdf>. P. 59.

²⁶⁴ Disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060928_PAS_2304.pdf em

Porém, ainda existia material publicitário no sentido de que o CIC era ofertado e logo a Avestruz Master foi oficiada a respeito da irregularidade da captação de recursos com material de oferta de CIC.

Segundo as investigações realizadas, averiguou-se que, antes da contração do CIC, o investidor deveria firmar um contrato preliminar. Na celebração do CIC, era necessário firmar um compromisso de emissão de CPR. Ainda, havia um contrato de compra e venda que deveria ser firmado com abatedouro, a fim de entregar os animais para abate após o prazo estabelecido com o investidor.

Em dezembro de 2004, a Comissão de Valores Mobiliários impôs abstenção à oferta pública de CPRs representativas de vendas de avestruzes, sob pena de multa cominatória. Contudo, as operações da Avestruz Master continuaram.

Após julgamento na esfera administrativa, em setembro de 2006, foi imposta multa no valor de R\$ 43.000.000 (quarenta e três milhões de reais) ao diretor administrativo, Jerson Maciel da Silva. Esse valor correspondia a 50% (cinquenta por cento) da distribuição irregular, em razão de distribuição de CIC em violação dos artigos 16, inciso I, e 19, parágrafo 1º, da Lei n. 6.385²⁶⁵, de 1976; e artigo 3º, da Instrução CVM 296²⁶⁶, de 1998.

Quanto ao processo criminal²⁶⁷, houve condenação pela Justiça Federal de Goiás. Não houve condenação de Jerson Maciel da Silva, diretor administrativo, em razão de seu falecimento. Seus filhos e genro, que trabalhavam na empreitada foram processados por crime contra o Sistema Financeiro Nacional.

Haverá capítulo específico para tratar da possibilidade de enquadramento de esquema Ponzi em crime contra o Sistema Financeiro Nacional, da qual discordamos. Entendemos ser mais apropriado o enquadramento na Lei n. 1.521, de 1951.

²⁶⁵ “Art. 16. Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades: I - distribuição de emissão no mercado (Art. 15, I); (...) Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. § 1º - São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.”

²⁶⁶ “Art. 3º Nenhuma emissão pública de contratos de investimento coletivo pode ser distribuída no mercado sem prévio registro na CVM.”

²⁶⁷ Disponível em <http://www.mpf.mp.br/go/institucional/publicacoes/fato-tipico/edicao-004-19-04-2010.pdf>

De qualquer forma, em 2019, os agentes mencionados acima foram condenados conforme os artigos 6º e 7º, inciso II, da Lei n. 7.492²⁶⁸, de 1986²⁶⁹.

Segundo o Ministério Público Federal, mais de 40.000 (quarenta mil) pessoas foram lesadas e houve um prejuízo de mais de um bilhão de reais²⁷⁰. A falência do grupo foi decretada em 2006.

De acordo com o perito contábil da Polícia Federal²⁷¹, havia um grande “furo” nos lançamentos realizados pelo contador da Avestruz Master, principalmente no ano de 2004. Houve uma compra de avestruzes no valor de R\$ 103.000.000 (cento e três milhões de dólares), isto é, supõe-se que houve um aumento de estoque e também de consumo de ração e de remédios. Porém, isso não ocorreu, mesmo com um aumento de 5% (cinco por cento) de aumento na quantidade de aves.

No livro contábil da sociedade empresária, o contador “repassava” os valores das dívidas para os lucros. Dessa forma, os sócios e diretores poderiam fazer retiradas. A esse respeito, o perito contábil da Polícia Federal ensina que a manobra pode ser chamada de lucros fictícios. Por meio deles, na Avestruz Master, em dezembro de 2004, os sócios fizeram retiradas de aproximadamente sete milhões de reais.

II.4.2 – Caso Boi Gordo

A sociedade empresária Fazendas Reunidas Boi Gordo (“Boi Gordo”) foi fundada em 1988 por Paulo Roberto de Andrade e teve seu crescimento iniciado pela divulgação boa a boca. Ao fim da década de 1990, a Boi Gordo já anunciava em grandes canais televisivos a possibilidade de investimento na engorda de boi. A engorda era realizada em doze fazendas no interior de São Paulo²⁷².

Em 1998, a Boi Gordo havia se tornado sociedade anônima – tendo de ser regulamentada e fiscalizada pela Comissão de Valores Mobiliários. De acordo com WOOD JR.

²⁶⁸ “Art. 6º Induzir ou manter em erro, sócio, investidor ou repartição pública competente, relativamente a operação ou situação financeira, sonogando-lhe informação ou prestando-a falsamente: Pena - Reclusão, de 2 (dois) a 6 (seis) anos, e multa. Art. 7º Emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários: (...) II - sem registro prévio de emissão junto à autoridade competente, em condições divergentes das constantes do registro ou irregularmente registrados; (...) Pena - Reclusão, de 2 (dois) a 8 (oito) anos, e multa.”

²⁶⁹ Disponível em <http://www.mpf.mp.br/go/sala-de-imprensa/noticias-go/so-avestruz-master-mpf-consegue-a-prisao-de-ex-diretores-da-empresa-por-crime-contr-o-sistema-financeiro-nacional>

²⁷⁰ Disponível em <http://www.mpf.mp.br/go/institucional/publicacoes/fato-tipico/edicao-004-19-04-2010.pdf>

²⁷¹ Idem.

²⁷² WOOD JR, Thomaz; DA COSTA, Ana Paula Paulino. **Ações substantivas e simbólicas na criação e condução de uma fraude corporativa: o caso Boi Gordo**. Rio de Janeiro, Cad. EBAPE. BR, v. 10, n. 4, p. 804-819, Dec. 2012. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1679-39512012000400003&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 07 dez. 2020

e DA COSTA, o negócio era baseado em contrato por arroba. Quando os investidores compravam os bezerros, era iniciada a engorda dos mesmos. Ao final do período de engorda (dezoito meses), era garantida rentabilidade estrondosa – 42% (quarenta e dois por cento) – o que fez muitas pessoas logo aderirem²⁷³.

Quanto à oferta, o investimento era realizado por meio do CIC, assim como no caso Avestruz Master. Mais de trinta mil pessoas investiram no empreendimento que viria a falir²⁷⁴.

Em fevereiro de 2001, a Comissão de Valores Mobiliários recebeu uma denúncia anônima. Após investigação da autarquia e maiores esclarecimentos por parte da Boi Gordo, foi apurado que houve emissão de CIC sem registro da autarquia.

Entre setembro de 1999 e março de 2001, foram colocadas cerca de 8.220.000 oito milhões, duzentas e vinte mil) arrobas²⁷⁵. Essas arrobas foram colocadas no mercado em quatro emissões e equivaliam a aproximadamente 282 (duzentos e oitenta e dois) milhões de reais.

Foi descoberto que a Boi Gordo captava recursos mediante boletins de subscrição, pelos quais os investidores efetuavam pagamentos à vista e faziam jus aos rendimentos capitalizados. Após esse momento de captação de recurso, os dirigentes da Boi Gordo obtinham o registro dos CICs perante a Comissão de Valores Mobiliários para entregá-los aos investidores posteriormente.

Vale ressaltar que, na esteira do artigo 144 da Lei das Sociedades Anônimas, é cabida aos diretores a representação da Boi Gordo. Logo, na ausência de pedido de registro de CIC, os diretores tiveram de responder por essa falha. Outrossim, como apontado pelo Diretor-Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, não há como um, dos três diretores, desconhecer a entrada de mais de 280 (duzentos e oitenta) milhões de reais na sociedade empresária.

Em razão da emissão irregular²⁷⁶, o Diretor-Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos condenou Paulo Roberto de Andrade à pena de multa de cerca de R\$ 28.190.000 (vinte e cento e noventa mil reais) (10% (dez por cento) da emissão irregular), considerando sua função de diretor presidente; assim como Klécio Antônio dos Santos e Antônio Carlos de

²⁷³ Idem.

²⁷⁴ Dados disponíveis em https://www.jornaldocomercio.com/_conteudo/2017/11/economia/597230-doze-fazendas-da-boi-gordo-va-a-leilao.html

²⁷⁵ Valores disponíveis no Processo Administrativo Sancionador: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2836133/mod_resource/content/1/20011213_PAS_RJ20016094.pdf

²⁷⁶ Lei n. 6.385, de 1976: “Art. 16. Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades: I - distribuição de emissão no mercado (Art. 15, I); (...) Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. § 1º - São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os praticarem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.” Instrução CVM 296, de 1998: “Art. 3º Nenhuma emissão pública de contratos de investimento coletivo pode ser distribuída no mercado sem prévio registro na CVM.”

Andrade, individualmente, à pena de multa de cerca de R\$ 1.405.000 (um milhão, quatrocentos e cinco mil reais) (0,5% (meio por cento) da emissão irregular), levando em conta suas funções como diretores.

Após o processo administrativo na Comissão de Valores Mobiliários, foi iniciada a ruína da Boi Gordo. Foi descoberto que, na realidade, não havia sequer um boi nas fazendas. O objeto do contrato nunca existiu. Em 2001, a sociedade empresária pediu concordata, porém, deixou mais de trinta mil credores com um prejuízo de cerca de R\$ 2,5 bilhões²⁷⁷.

Na esfera judicial (criminal), o Ministério Público Estadual ofereceu denúncia no Tribunal de Justiça de São Paulo apenas contra Paulo Roberto de Andrade, em 2006, por crime contra a economia popular e fraude falimentar. Porém, em 2006, foi suspensa a prisão pelo Superior Tribunal de Justiça e o réu continuou a responder em liberdade²⁷⁸.

III – RESPONSABILIDADE DO CON ARTIST

III.1 – O Direito Penal Econômico e a Lei n. 1.521, de 1951

Como se sabe, o Direito Penal é algo que remonta a evolução histórica do Direito em si. Seu início pode ser encontrado nas vinganças privada, divina e pública. Há notícias do início de sua positivação no Código de Manu e no Código de Hamurabi. Outrossim, com o Direito Romano, no Ocidente, foi percebida uma evolução sensível nessa seara do Direito.

Foi feita essa pequena ponderação com o propósito de chamar a atenção de quem lê o presente trabalho para o Direito Penal e, mais especificamente, para o Penal Econômico. Poucos sabem, porém, apesar de o Direito Penal ser milenar, o Direito Penal Econômico é algo extremamente novo na ordem jurídica mundial²⁷⁹. Sem dúvidas, como afirma NORONHA, “a evolução social não se faz de maneira contínua, sofrendo, através dos tempos, retrocessos na sua trajetória ascensional”. Talvez, alguns crimes sejam extintos ao longo do tempo, porém, outros são criados²⁸⁰.

²⁷⁷ Disponível em <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,criador-da-boi-gordo-que-lesou-mais-de-30-mil-se-livra-da-prisao,417937>

²⁷⁸ Disponível em <https://www.conjur.com.br/2009-mar-10/stj-suspende-decreto-prisao-dono-boi-gordo#author>

²⁷⁹ Apesar de ter normas diretamente específicas e ligadas à Ordem Econômica, o Direito Penal Econômico, logicamente, segue os princípios do Direito Penal, como legalidade, taxatividade, lesividade, etc.

²⁸⁰ NORONHA, Edgard Magalhães. **Dos Crimes contra a Economia Popular**. Revista da Faculdade de Direito UFPR, Curitiba, dez. 1954. Disponível em <https://revistas.ufpr.br/direito/article/view/6184/4406>. Acesso em: 19 ago. 2020. P. 314.

Esse novo ramo sobreveio das maiores participação e regulação estatais na economia, “a substituição da economia popular pelo direito do consumidor, bem como pelo direito de proteção à concorrência, pelo direito de propriedade intelectual, e outros diversos ramos jurídicos com viés puramente econômico”, que não eram tão relacionados ao interesse público em geral à época²⁸¹.

Na realidade, as primeiras normas do Direito Penal Econômico foram elaboradas apenas na segunda metade do século XIX^{282 283}. Talvez, essa elaboração tardia tenha se dado pela separação que muitos operadores do Direito e também economistas sempre deram aos ofícios.

VIZEU FIGUEIREDO faz uma pequena digressão no que se refere a delitos. O autor percorre o conceito de delito, que tem como significado a infração à lei (no sentido formal), o que tem como consequência uma pena; assim como também significa a violação dos valores tutelados em lei (no sentido material). Muitos podem confundir o delito econômico como aquele que afeta bens patrimoniais, formados por um conjunto material e imaterial, “aquilatável financeiramente, correlacionado a determinada atividade da seara humana”²⁸⁴.

Ocorre que identificar o delito econômico é de maior complexidade segundo o autor, pois sua natureza está ligada à Ordem Econômica, que se associa frontalmente a conjunto normativo que regula a economia de forma cogente, coercitiva. Assim, como o delito patrimonial viola apenas a esfera individual (da pessoa física ou da pessoa jurídica), podemos dizer que o delito econômico se difere de maneira grandiosa ao passo que viola a esfera transindividual, difusa e coletiva.

Consequentemente, esse tipo de delito afronta também afronta os princípios²⁸⁵ que regem a Ordem Econômica e as políticas públicas instituídas pelo Poder Público.

De qualquer forma, o delito contra a ordem econômica é toda e qualquer conduta punível que ofende a integridade de relações econômicas públicas, privadas ou mistas e que lese a ordem jurídico-econômica, atingindo um número indeterminado de indivíduos

²⁸¹ VIZEU FIGUEIREDO, Leonardo. **Direito Econômico**. 10ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. P. 508.

²⁸² Vale a anotação de que, pelo princípio da tipicidade, a infração contra a Ordem Econômica somente irá caracterizar crime se estiver previamente estipulada em lei.

²⁸³ *Ibid.*, p. 507.

²⁸⁴ *Ibid.*, p. 509 e 510.

²⁸⁵ Atualmente, segundo a Constituição da República Federativa do Brasil tem como princípios explícitos a soberania nacional, a propriedade privada, a função social da propriedade, a livre-concorrência, a defesa do consumidor, a defesa do meio ambiente, o tratamento favorecido para empresas de pequeno porte; e como finalidades a valorização do trabalho humano, a livre-iniciativa, a existência digna e a justiça social (artigo 170). Podemos dizer que os princípios implícitos são a subsidiariedade, a liberdade econômica, a igualdade econômica, o desenvolvimento econômico, a democracia econômica, a boa-fé econômica, o livre exercício da atividade econômica e a intervenção do Estado brasileiro na ordem econômica.

beneficiários de ações econômicas do Poder Público²⁸⁶. No mais, vale ressaltar que o fito do Direito Penal Econômico é punir o infrator que cometeu esse tipo de conduta.

No que tange à intenção do agente, segundo o autor acima citado, essa classe como um todo de delitos é dolosa²⁸⁷.

Ao se tipificar esse tipo de delito, é possível proteger a Ordem Econômica e mantê-la estável, por assim dizer. Mantendo-a estável, empregos são mantidos, sociedades empresárias podem empregar mais e patrimônios não são dilapidados. Ademais, podemos evitar que o Poder Público sofra de diversas maneiras pelas condutas de certos indivíduos. Nesse sentido, é necessário citar VIZEU FIGUEIREDO:

“Trata-se, portanto, de um sistema de normas penais que protege a política econômica do Estado, garantindo-se os meios para a sua efetivação. Evita-se, assim, que as ações governamentais do Estado na seara socioeconômica sejam deturpadas por meio da conduta de alguns indivíduos que pretendem locupletar-se indevidamente em detrimento de toda a sociedade, ainda que tal resultado não seja alcançado. A manutenção regular da realização dessas políticas públicas é que constituem, precipuamente, o objeto jurídico do Direito Penal Econômico.”²⁸⁸

A tipificação de delitos contra a ordem econômica foi pioneira na Constituição mexicana de 1917. No texto constitucional, a intenção foi de colocar normas relativas a “formas de intervenção do Estado na ordem econômica, com a finalidade de coibir as práticas de infração à ordem econômica, levando, inclusive, à sua punibilidade penal, caracterizando, assim, crimes contra a ordem econômica”^{289 290}.

O Brasil Império, assim como a República Velha, não possuía quaisquer normas ou disposições sobre Ordem Econômica, muito menos crimes relativos a esta. Com a Constituição da República dos Estados Unidos do Brasil, de 1934, foram postas disposições relativas à

²⁸⁶ VIZEU FIGUEIREDO, Leonardo Vizeu. **Direito Econômico**. 10ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. P. 508 e 509.

²⁸⁷ *Idem*.

²⁸⁸ *Idem*.

²⁸⁹ *Ibid.*, p. 507.

²⁹⁰ “Art. 28.— *En los Estados Unidos Mexicanos no habrá monopolios ni estancos de ninguna clase; ni exención de impuestos; ni prohibiciones a título de protección a la industria; exceptuándose únicamente los relativos a la acuñación de moneda, a los correos, telégrafos y radiotelegrafía, a la emisión de billetes por medio de un solo Banco que controlará el Gobierno Federal, y a los privilegios que por determinado tiempo se concedan a los autores y artistas para la reproducción de sus obras, y a los que, para el uso exclusivo de sus inventos, se otorguen a los inventores y perfeccionadores de alguna mejora. En consecuencia, la ley castigará severamente, y las autoridades perseguirán con eficacia, toda concentración o acaparamiento en una o pocas manos, de artículos de consumo necesario, y que tenga por objeto obtener el alza de los precios; todo acto o procedimiento que evite o tienda a evitar la libre concurrencia en la producción, industria o comercio, o servicios al público; todo acuerdo o combinación, de cualquiera manera que se haga, de productores, industriales, comerciantes y empresarios de transportes o de alguno otro servicio, para evitar la competencia entre sí y obligar a los consumidores a pagar precios exagerados; y, en general, todo lo que constituya una ventaja exclusiva indebida a favor de una o varias personas determinadas y con perjuicio del público en general o de alguna clase social. (...)”*

economia popular e ao monopólio da União²⁹¹. Deveria ser criada lei específica ao fomento da economia popular, desenvolvimento do crédito, nacionalização dos bancos de depósito e nacionalização das empresas de seguros (artigo 117)²⁹².

Conforme a Constituição dos Estados Unidos do Brasil, de 1937, todos os crimes que atentassem contra a economia popular deveriam ser tratados como crimes contra o próprio Estado brasileiro²⁹³. In casu, tais crimes atentavam contra “a existência, a segurança e a integridade do Estado, a guarda e o emprego da economia popular” (artigo 122, item 17) e, portanto, deveriam ser submetidos a processo e julgamento perante Tribunal especial²⁹⁴.

O Brasil (ainda Estados Unidos do Brasil), em 1938, obteve grande destaque no panorama mundial, como leciona VIZEU FIGUEIREDO²⁹⁵. À época, Nelson Hungria redigiu o Decreto-lei nº 869, e foi essa a primeira norma do mundo a tipificar as condutas de Direito Penal Econômico. LYRA leciona que esse diploma foi revolucionário, foi o primeiro a empregar o termo “economia popular”, enquanto potências europeias empregavam “economia pública (Itália) e economia social (França e Bélgica)”²⁹⁶. O bem jurídico tutelado era, obviamente, a economia popular, e os principais institutos abrangidos eram a usura²⁹⁷ e o abuso de poder econômico²⁹⁸.

²⁹¹ “Art. 116 - Por motivo de interesse público e autorizada em lei especial, a União poderá monopolizar determinada indústria ou atividade econômica, asseguradas as indenizações, devidas, conforme o art. 112, nº 17, e ressalvados os serviços municipalizados ou de competência dos Poderes locais. Art. 117 - A lei promoverá o fomento da economia popular, o desenvolvimento do crédito e a nacionalização progressiva dos bancos de depósito. Igualmente providenciará sobre a nacionalização das empresas de seguros em todas as suas modalidades, devendo constituir-se em sociedades brasileiras as estrangeiras que atualmente operam no País.”

²⁹² LYRA aponta que, a partir de 1930, houve um movimento legislativo declaratório de submeter o indivíduo ao Estado, o interesse privado ao interesse público, algo inédito até então. LYRA, Roberto. **Criminalidade econômico-financeira**. Rio de Janeiro: Forense: 1978. 2ª ed. ampl. São Paulo: Saraiva, 1989. P. 28.

²⁹³ VIZEU FIGUEIREDO, Leonardo Vizeu. **Direito Econômico**. 10ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. P. 507.

²⁹⁴ “Art 122 - A Constituição assegura aos brasileiros e estrangeiros residentes no País o direito à liberdade, à segurança individual e à propriedade, nos termos seguintes: 17) os crimes que atentarem contra a existência, a segurança e a integridade do Estado, a guarda e o emprego da economia popular serão submetidos a processo e julgamento perante Tribunal especial, na forma que a lei instituir. Art 141 - A lei fomentará a economia popular, assegurando-lhe garantias especiais. Os crimes contra a economia popular são equiparados aos crimes contra o Estado, devendo a lei cominar-lhes penas graves e prescrever-lhes processos e julgamentos adequados à sua pronta e segura punição.”

²⁹⁵ VIZEU FIGUEIREDO, op. cit., p. 507.

²⁹⁶ LYRA, op. cit., p. 35.

²⁹⁷ Atualmente, o crime de usura é encontrado no artigo 4º da Lei n. 1.521, de 1951, e é subdividido em usura real e usura pecuniária. Trata-se de conduta delituosa devido a cobrança de juros, taxas ou mesmo descontos, superiores aos limites legais; assim como contratos que tendam a abusar da situação de necessidade da outra parte a fim de obter lucro excessivo. A pena prevista é de seis meses a dois anos de reclusão e multa.

²⁹⁸ Em matéria concorrencial, a repressão ao abuso de poder econômico se encontra na Lei n. 12.529, de 2011, que estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência. Porém, é possível encontrar ainda no Decreto n. 52.025, de 1963, em seu artigo 2º, de maneira pormenorizada, as formas de abuso de poder econômico, que são: dominar os mercados nacionais ou eliminar a concorrência; elevar os preços sem justa causa, nos casos de monopólio natural ou de fato, com objetivo de aumentar arbitrariamente os lucros sem aumentar a produção; provocar condições monopolísticas ou exercer especulação abusiva, com o fim de promover a elevação temporária de

Posteriormente, sob a Constituição dos Estados Unidos do Brasil de 1946, em 26 de dezembro de 1951, foi promulgada a Lei de Economia Popular (nº 1.521), e nela foram dispostos diversos crimes. A Lei n. 1.521 traz consigo diversas semelhanças com o Decreto-Lei nº 869, porém tem novas regras e novos conceitos.

NORONHA alerta seus leitores de que a tendência para os próximos anos seria o crime semelhante à fraude, não necessariamente os crimes de sangue. Fraudes em geral não se restringem apenas a camadas mais baixas ou mais altas da sociedade, elas permeiam todos os seus estratos. O autor afirma que ela fraude está em todo lugar, e que não há critério seguro e constante para ter certeza se há fraude ou não em certa situação, a não ser o direito positivo:

“Domina nos grandes centros financeiros e desce um pouco para se apresentar em meios de menor altitude, porém, de maior extensão. Toma formas diversas, veste-se com roupagens variadas, obedecendo ao gosto de quem as usa. Com habilidade, procura-se, hoje, confundir o comércio e a indústria com a exploração do próximo. Não basta a especulação lícita, mister se faz a ilícita, cuidando-se que lindes não as separem. Certo é que como não existe um critério seguro e constante para distinguir o lícito do ilícito, senão o do direito positivo, há sempre bôa margem para que inescrupulosos indivíduos, evitando os escolhos da lei ou mascarando sua atividade, procurem dar aspecto honesto às burlas ou aos expedientes enganosos.”²⁹⁹

Explicada brevemente a evolução do Direito Penal Econômico e sua contribuição para a legislação brasileira, passar-se-á à análise da Lei de Economia Popular e das demais normas que tratam dessa seara e são objeto do presente estudo.

Antes de adentrar a Lei n. 1.521, de 1951, vale trazer uma reflexão muito interessante proposta por LYRA³⁰⁰.

O Direito Penal, ainda que no ramo econômico, é uma tutela “extrema ratio”, não devendo descer a “coberturas servis”. Ele “ocupa posição autônoma e preponderante”. Nesse sentido, o Direito Penal não pode ser tratado nunca como algo correlativo, instrumental ou consequencial. Não deve se submeter a costumes desvairados e sem limites, pois cabe a ele ministrar a “exemplarização eficaz contra o abuso acintoso, a impunidade subversiva, a irresponsabilidade vexatória para a ordem jurídica”³⁰¹.

A fraude é traiçoeira, pois a própria sociedade pode ser seu esconderijo ideal, como alerta LYRA, até mesmo por isso é fundamental não submeter a lei penal a “costumes

preços; formar grupo econômico, por agregação de empresas em detrimento da livre deliberação dos compradores ou dos vendedores; e exercer concorrência desleal.

²⁹⁹ NORONHA, Edgard Magalhães. **Dos Crimes contra a Economia Popular**. Revista da Faculdade de Direito UFPR, Curitiba, dez. 1954. Disponível em <https://revistas.ufpr.br/direito/article/view/6184/4406>. Acesso em: 19 ago. 2020. P. 315.

³⁰⁰ LYRA, Roberto. **Criminalidade econômico-financeira**. Rio de Janeiro: Forense: 1978. 2ª ed. ampl. São Paulo: Saraiva, 1989. P. 48 – 50.

³⁰¹ *Ibid.*, p. 48.

comerciais licenciosos e despolicados”. Do contrário, “a sociedade desceria a instrumento operacional para a máquina jurídico-comercial e, o mais grave, em detrimento da economia nacional e da economia popular, mediante as mais complexas simulações e dissimulações”³⁰².

Já superada essa pequena introdução à necessidade de maior *enforcement* e menor submissão a interesses comerciais, voltemo-nos à Lei n. 1.521, de 1951.

Pelo princípio da especialidade, a norma específica, especial, deve prevalecer sobre a norma geral. Nesse caso, a Lei n. 1.521, de 1951, deve prevalecer sobre o Código Penal.

Em relação aos termos empregados, não há definição do que venha a ser a economia popular em si, contudo, é de suma importância entender do que o que ela é para que possamos entender a Lei.

Segundo VIZEU FIGUEIREDO, trata-se de um vocábulo do século XX que designa um “conjunto de condições socioeconômicas mínimas para assegurar a todos existência digna, na qualidade de pessoas humanas”³⁰³. Como já comentado, com a Constituição de 1934, foi permitida a intervenção do Estado na Ordem Econômica e, assim, validada a punição de crimes contra a economia popular a partir de então.

Pelo Decreto-Lei n. 869, Nelson Hungria não definiu economia popular, apenas estipulou quais crimes a violariam. Segundo VIZEU FIGUEIREDO³⁰⁴, o legislador estabeleceu a economia popular como um “conjunto de elementos necessários para garantir a sobrevivência da pessoa, sem conceituar, contudo, quais seriam esses elementos”.

Também escrita por Nelson Hungria, a Lei de Economia Popular traz novos conceitos e remodela o Decreto Lei nº 869. Quanto ao próprio conceito de Economia Popular, no artigo 2º, a Lei traz o seguinte ditame:

“Art. 2º São crimes desta natureza:

(...) Parágrafo único. Na configuração dos crimes previstos nesta Lei, bem como na de qualquer outro de defesa da economia popular, sua guarda e seu emprego **considerar-se-ão como de primeira necessidade ou necessários ao consumo do povo, os gêneros, artigos, mercadorias e qualquer outra espécie de coisas ou bens indispensáveis à subsistência do indivíduo em condições higiênicas e ao exercício normal de suas atividades. Estão compreendidos nesta definição os artigos destinados à alimentação, ao vestuário e à iluminação, os terapêuticos ou sanitários, o combustível, a habitação e os materiais de construção.**” (grifos nossos)

Como leciona de maneira clara e concisa VIZEU FIGUEIREDO nesse ponto, podemos entender a economia popular como um “conjunto de bens capazes de proporcionar ao

³⁰² *Ibid.*, p. 50.

³⁰³ VIZEU FIGUEIREDO, Leonardo. **Direito Econômico**. 10ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. P. 511.

³⁰⁴ *Ibid.*, p. 511.

povo os elementos imprescindíveis à subsistência do indivíduo em condições mínimas de dignidade”³⁰⁵.

Nessa toada, o autor traz importantes reflexões. A defesa da subsistência, ainda que em caráter individual, traz uma importância e uma vitalidade coletivas, visando a existência digna de toda uma sociedade. Além do fato de a subsistência se destacar por um papel coletivo, metaindividual, VIZEU FIGUEIREDO impõe a necessidade de distinguir a economia popular da relação de consumo, assim como de colocar que “a política consumerista foi substituto lógico da preocupação estatal com a subsistência do cidadão”³⁰⁶.

Na esfera da economia popular, protege-se a aquisição e a guarda de bens de primeira necessidade da sociedade. Sob os olhos do Estado, na relação de consumo, há de se proteger a liberdade de opção de compra de bens de primeira necessidade sempre, assim como assegurar acesso ao consumidor às características e às informações relativas aos bens tem a intenção de adquirir³⁰⁷.

ARAÚJO JÚNIOR, por sua vez, percebe o termo economia popular como algo deveras inadequado, não o vê com bons olhos. O autor entende que há um apelo populista do Estado Novo, ainda que remanescente. Há um caráter demagógico³⁰⁸.

ARAÚJO JÚNIOR saúda LYRA e Nelson Hungria por seus trabalhos nessa seara. Contudo, o autor destaca que o termo economia popular é muito impreciso, que não houve uma definição acurada. Ainda, quanto aos crimes contra a economia popular, não houve uma designação mais primorosa que fosse além da conferida por Nelson Hungria, que seria locupletação arbitrária, indevida ou ilícita em prejuízo da bolsa ou do povo ou de um extenso número de pessoas³⁰⁹.

O autor citado também critica Elias de Oliveira, quando este definiu economia popular em sua obra “Crimes contra e Economia Popular e o Júri Tradicional”, de 1952. ARAÚJO JÚNIOR entende que houve uma “confusão conceitual”, pois o autor definiu o termo como algo resultante do complexo de interesses econômicos domésticos, familiares e individuais, embora como ficção jurídica, constituindo *in abstracto* um patrimônio do povo – número indefinido de pessoas na sociedade³¹⁰.

³⁰⁵ *Ibid.*, p. 512.

³⁰⁶ *Idem.*

³⁰⁷ *Idem.*

³⁰⁸ ARAÚJO JÚNIOR, João Marcello. **Dos Crimes contra a Ordem Econômica**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1995. P. 98.

³⁰⁹ *Ibid.*, p. 98.

³¹⁰ *Idem.*

ARAÚJO JÚNIOR ressalta que o termo economia popular foi introduzido no ordenamento jurídico argentino em projeto de Jorge Eduardo Coll (advogado criminalista e professor) e Eusebio Gomez (juiz e professor), na década de 1930, pela primeira vez³¹¹. Ele entende que o significado de economia popular conferido àquela época e introduzido no Brasil, hoje, não mais se ajustaria aos delitos econômicos em si.

Segundo ARAÚJO JÚNIOR, “[c]rimes contra a economia popular nada mais são, senão crimes contra as relações de consumo”³¹². De certa forma, existe uma relação de complementariedade entre a definição deste autor e a definição dada por VIZEU FIGUEIREDO acima.

Há uma questão significativa a ser indicada, a qual foi apontada por ARAÚJO JÚNIOR³¹³. A Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, em seu artigo 173, parágrafo 5º, não consignou que os crimes contra a economia popular são crimes contra o consumo, como afirmava o autor

“Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei. (...)
§ 5º A lei, sem prejuízo da responsabilidade individual dos dirigentes da pessoa jurídica, estabelecerá a responsabilidade desta, sujeitando-a às punições compatíveis com sua natureza, nos atos praticados contra a ordem econômica e financeira e contra a economia popular.”

Isto é, segundo a Carta Magna, há uma diferença patente entre delitos contra a econômica (onde estariam incluídos crimes contra o consumo) e delitos contra a economia popular.

Antes de nos atentarmos aos crimes em si, vale uma pequena resenha sobre o procedimento adotado pela Lei à época.

Já no artigo 5º da Lei de Economia Popular, foi definido que haveria suspensão da pena³¹⁴ e livramento condicional³¹⁵ em todos os casos permitidos pela legislação comum. À

³¹¹ Idem.

³¹² *Ibid.*, p. 99.

³¹³ Idem.

³¹⁴ Quanto à suspensão da pena, segundo o artigo 77 e seguintes do Código Penal, temos que a pena privativa de liberdade não deve ser superior de dois a quatro anos; o condenado não deve ser reincidente em crime doloso; a culpabilidade, os antecedentes, a conduta social e personalidade do agente, bem como os motivos e as circunstâncias devem autorizar a concessão do benefício; deve ser preferível a suspensão da pena a uma pena restritiva de direito (prestação pecuniária, perda de bens e valores, limitação de fim de semana, prestação de serviço à comunidade ou a entidades públicas, interdição temporária de direitos e limitação de fim de semana).

³¹⁵ Presente no artigo 83 do Código Penal, o livramento condicional exprime benefício concedido até a extinção da pena privativa de liberdade igual ou superior a dois anos. Tem como requisitos o cumprimento de mais de um terço da pena se o condenado não for reincidente em crime doloso e tiver bons antecedentes; se cumprida mais da metade da pena se o condenado for reincidente em crime doloso; e se comprovados bom comportamento durante

época, a fiança concedida seria arbitrada entre cinco mil e cinquenta mil cruzeiros, na hipótese do artigo 2º, e entre dez mil e cem mil cruzeiros nos demais casos. Ainda, esse valor poderia ser reduzido à metade quando o infrator fosse empregado do estabelecimento comercial ou industrial, ou não ocupasse posto de direção de negócios.

Consoante o artigo 6º, logo que verificado qualquer crime contra a economia popular, tendo este maiores efeitos e repercussão, o magistrado poderia declarar a interdição de direitos do acusado, assim como decretar suspensão provisória de sua profissão ou atividade.

Já no artigo 7º, os juízes teriam a faculdade de recorrer de ofício sempre que os acusados fossem absolvidos ou quando fosse determinado o arquivamento dos autos do respectivo inquérito policial.

A título de conhecimento, à época, cada parte poderia apresentar seis testemunhas. Caso houvesse acordo com o Ministério Público, a inquirição das testemunhas seria dispensada. Ainda, o juiz poderia absolver o acusado quando estivesse provado que não foi praticado crime – não tipificado no artigo 2º da Lei de Economia Popular. Essa é a dicção do artigo 23 e de seus incisos.

Diversos são os crimes tipificados na Lei de Economia Popular, mais de vinte na realidade. Todos seguem a lógica de definir os crimes que ferem a economia popular como um todo. Existem três classes, por assim dizer. No artigo 2º, são postos os crimes cujas condutas são punidas com reclusão de seis meses a dois anos, e multa de mil a cinquenta mil cruzeiros; no artigo 3º, reclusão de dois a dez anos, e multa e vinte a cem mil cruzeiros; e, no artigo 4º, de seis meses a dois anos, e multa de cinco mil a vinte mil cruzeiros.

Na “primeira classe”, do artigo 2º, o legislador impõe a necessidade do Tribunal do Júri (artigo 12). O Júri era formado por um juiz presidente e vinte jurados, divididos entre “chefes de família” e “donas de casa”³¹⁶.

Curiosamente, LYRA, em sua obra, compila a “mensagem presidencial” sobre a Lei de Economia Popular e o então Tribunal do Júri:

“A outorga ao júri do julgamento de infrações contra a economia popular, cuja punição o governo quer tornar mais efetiva, encontra ampla justificativa na própria essência do instituto. Praticada com o objetivo de enriquecimento ilícito dos que fornecem à população as utilidades indispensáveis à sua alimentação, vestuário, e

a execução da pena, não cometimento de falta grave nos últimos doze meses, bom desempenho no trabalho que lhe foi atribuído e aptidão para prover a própria subsistência mediante trabalho honesto; reparação do dano causado pela infração, salvo efetiva impossibilidade de fazê-lo; e, cumpridos mais de dois terços da pena, nos casos de condenação por crime hediondo, prática de tortura, tráfico ilícito de entorpecentes e drogas afins, tráfico de pessoas e terrorismo, se o apenado não for reincidente específico em crimes dessa natureza.

³¹⁶ LYRA, Roberto. **Criminalidade econômico-financeira**. Rio de Janeiro: Forense: 1978. 2ª ed. ampl. São Paulo: Saraiva, 1989. P. 40.

habitação, é natural que os julgadores de tais infrações sejam recrutados nas várias camadas do povo. Todos aqueles que sentem de perto os efeitos da cupidez e da espoliação de seus poucos meios de subsistência terão oportunidade de participar direta e pessoalmente no grande esforço que as autoridades empregam para conter a alta dos preços. Concentrada, atualmente, nas mãos de alguns juizes togados, a atribuição de julgar esses crimes passará ao grande corpo de jurados, através dos conselhos de sentença, organizados em número apreciável. Haverá assim possibilidade de convocar o povo a participar de julgamento em matéria que tanto lhe interessa, podendo condenar ou absolver, decidindo de fato ou de direito e realizando, portanto, a justiça pelas suas próprias mãos.”³¹⁷

Algo interessante é que, já na Constituição dos Estados Unidos do Brasil de 1946, a competência do júri já era reservada a crimes dolosos contra a vida (artigo 141, parágrafo 28). De todo modo, com o Regime Militar, o Tribunal do Júri foi instituído apenas para julgamentos de crimes dolosos contra a vida³¹⁸.

Uma vez que o objeto de nosso estudo é o de pirâmides financeiras e esquemas Ponzi, devemos filtrar a lei para atingir nosso propósito.

Tradicionalmente, a pirâmide financeira e o esquema Ponzi – geralmente não diferenciados –, são categorizados no inciso IX, do artigo 2º: “obter ou tentar obter ganhos ilícitos em detrimento do povo ou de número indeterminado de pessoas mediante especulações ou processos fraudulentos (“bola de neve”, “cadeias”, “pichardismo” e quaisquer outros equivalentes)”.

MANTECCA entende que esse dispositivo é destinado para o crime de cambismo³¹⁹. Com a devida vênia, discordamos desse entendimento, uma vez que há tipificação na Lei n. 10.671, de 15 de maio de 2003.

Como já dito acima, para esse crime, a condenação é de reclusão de seis meses a dois anos, e multa de mil a cinquenta mil cruzeiros.

Não nos esqueçamos que os crimes aqui relatados não deixam de se relacionar a fraude. Como sabido, essa infração é conduta, eivada de má-fé, deflagrada pelo agente contra terceiro (vítima) ou mesmo contra um grupo. É um comportamento cuja grande força motriz é a lesão a outrem, principalmente a lesão financeira, pecuniária.

Segundo LYRA, a maior característica desse crime é a função para seu atingimento, que é o meio idôneo. O autor leciona que o dolo, ainda que eventual, sempre estará presente, que sua intensidade apenas terá o condão de alterar a pena, nunca de negar a existência do crime em si. Ainda, a imputação da fraude ocorre devido à múltipla concorrência entre ação ou omissão e resultado, assim como a presença da vontade e do resultado. Nesse sentido:

³¹⁷ *Ibid.*, p. 40 e 41.

³¹⁸ VIZEU FIGUEIREDO, Leonardo. **Direito Econômico**. 10ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. P. 507.

³¹⁹ MANTECCA, PASCHOAL. **Crimes contra a economia popular e sua repressão**. São Paulo: Saraiva, 1989.

“O que caracteriza a fraude penal é a função de meio idôneo para crime, é o endereço para resultado que a lei penal considera criminoso, segundo conceitos previamente expressos e exclusivos, com inconfundíveis implicações. O dolo, mesmo eventual, indica a direção da vontade celerada (querer o resultado ou assumir o risco de produzi-lo). A intensidade do dolo como o grau da culpa influ[i] na aplicação da pena, e não na existência do crime. A imputação é autorizada por uma relação de causalidade objetiva de múltipla concorrência entre a ação ou omissão e o resultado, e uma relação de causalidade subjetiva entre a vontade e o resultado (querido ou aceito). Nos tipos que integra, a fraude penal cobre todo o quadro com a evidência da primazia jurídica e moral.”³²⁰

Finalizando o presente subcapítulo, gostaríamos de apresentar uma pequena reflexão do autor. Em seu artigo, NORONHA discorre sobre penas impostas pelo Tribunal de Justiça de São Paulo, inclusive aplicando o Decreto-Lei 869, revogado há muito. O autor pensa que, no que se trata de matéria criminal, a pena é o que mais importa, pois com ela o Estado exerce suas funções preventiva e repressiva, mesmo que com ela o crime não desapareça. Os delitos econômicos não deixarão de ocorrer enquanto o dinheiro for considerado o “*fim supremo da vida*”. O texto foi escrito há várias décadas e pouco mudou desde então. A afirmação de que cada sociedade vive a sua época, sem dúvidas, é concreta e até mesmo palpável, contudo, ousamos dizer que, no tocante a delitos contra a Ordem Econômica, o ser humano continua o mesmo. *Verbis*:

“(…) [P]enso que em matéria de direito criminal, nada é mais importante que a pena. É com ela que o Estado exerce sua função preventiva e repressiva. Não ignoro que não extingue e nem faz desaparecer o crime. Os delitos, maximé contra o patrimônio, não cessarão enquanto o dinheiro fôr considerado o fim supremo da vida. Já há muitos anos dizia Ferri que ‘na nova civilização humana que sucederá à civilização burguesa, como aquela sucedeu à feudal, as condições de existência serão asseguradas a todo homem, por um trabalho moderado, e, assim, a moralidade se fortificará e se elevará, porque a imoralidade se desenvolve só onde a luta pela existência é muito árdua, devido ao trabalho extenuante, ou muito fácil, pela ociosidade ou parasitismo’. Sem autoridade tive também ocasião de dizer: cada sociedade vive a sua época. Sem romper de todo os élos que a jungem, pela sua condição humana, às que lhe antecederam, nada justifica e seria mesmo impossível supôr que os princípios e normas que nortearam estas, possam ainda condicionar a existência daquela.”³²¹

Diante dos ensinamentos trazidos pelos autores acima, entendemos que a Lei n. 1.521, de 1951, tem como objetivo proteger a economia popular, que pode ser tida como a poupança pública, da qual a sociedade dispõe para garantir sua subsistência, e pode aplicar em diversos empreendimentos. Em razão de tamanha importância (subsistência popular), O Poder Público exerce uma tutela nessa seara.

³²⁰ LYRA, Roberto. **Criminalidade econômico-financeira**. Rio de Janeiro: Forense: 1978. 2ª ed. ampl. São Paulo: Saraiva, 1989. P. 48.

³²¹ NORONHA, Edgard Magalhães. **Dos Crimes contra a Economia Popular**. Revista da Faculdade de Direito UFPR, Curitiba, dez. 1954. Disponível em <https://revistas.ufpr.br/direito/article/view/6184/4406>. Acesso em: 19 ago. 2020. P. 323 e 324.

III.2 – Crime contra o Sistema Financeiro Nacional (Lei 7.492, de 1986)

No artigo 192 da Constituição da República Federativa do Brasil, é prevista a função do Sistema Financeiro Nacional (SFN) como sendo a promoção do desenvolvimento equilibrado do Brasil e o atendimento dos interesses da coletividade:

“Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.”

VIZEU FIGUEIREDO³²² alerta que o SFN também se faz presente nos dispositivos do TÍTULO VI – DA TRIBUTAÇÃO E DO ORÇAMENTO, Capítulo II – DAS FINANÇAS PÚBLICAS (artigos 163 a 169).

Nos valem os artigos de WALD, publicado em 1990, para alguns conceitos. Apesar de ter sido o artigo publicado antes da Emenda Constitucional n. 40, de 2003, que revogou os incisos do artigo 192, que continham as atribuições do SFN, a obra contém lições inestimáveis para compreendermos a importância de todo esse sistema para nosso país.

O artigo retrata um “tempo legislativo” diferente. Contudo, trata de uma realidade constante:

“[A] legislação se concentrou na moeda, como instrumento de equilíbrio e desenvolvimento da sociedade, e no sistema bancário, como rede distribuidora e órgão multiplicador da moeda, sob a regência do Banco Central. (...) A moeda é o sangue o sistema econômico do qual o Banco Central é o coração, cabendo ao Banco Central irrigar o organismo (...)”³²³

A obra trata também de temas como inflação e, principalmente, da interpretação dos incisos (já revogados) do artigo 192 da Carta Magna. Contudo, essa primorosa lição deixada por WALD nos ensina quão importante é a moeda para o sistema bancário. Além disso, crimes que atentem contra o SFN acabam por afetar todo um organismo que pulsa e sustenta economicamente uma sociedade.

Ainda, o autor retrata que a primeira função, na criação do Banco Central no Brasil, foi a garantia do bom funcionamento do sistema bancário com a institucionalização de um sistema de garantias mútuas, além de uma imposição de política monetária. Em seguida, WALD até mesmo cita um economista que afirma que a criação deveria ser mencionada como “o fogo, a roda e o Banco Central”³²⁴.

³²² VIZEU FIGUEIREDO, Leonardo Vizeu. **Direito Econômico**. 10ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. P. 285.

³²³ WALD, Arnoldo. **A Constituição de 1988 e o sistema financeiro nacional**. *Revista de Informação Legislativa*. Brasília, a. 27, n. 107, jul. – set. 1990, p. 46.

³²⁴ *Ibid.*, p. 47.

Lembrando-nos da disposição constitucional a respeito do SFN, podemos entendê-lo como o regramento jurídico que guia as instituições financeiras de crédito, públicas ou privadas, e todas as entidades congêneres que operam na economia popular, a exemplo de seguradoras³²⁵. Temos um complexo de instituições financeiras e instrumentos financeiros³²⁶ que têm a finalidade de transferir recursos de agentes econômicos (pessoas físicas e jurídicas e governo) superavitários para os deficitários.

DE CASTILHO entende que a função do SFN é a captação de poupanças públicas e sua canalização para os setores de produção carentes de recursos. Mais precisamente, o SFN se constituiria em dois polos – “um centrado na autoridade monetária, incumbido de regular o funcionamento do sistema, e o outro nas instituições financeiras, que fazem a intermediação financeira entre os agentes econômicos”.³²⁷

Pensando-se em sua divisão, o SFN é composto por três grandes áreas: (i) moeda, crédito, capitais e câmbio; (ii) previdência privada; e (iii) seguros privados. Cada área tem seus órgãos normativos, supervisores e operadores³²⁸.

Dita o artigo 1º da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que compõem o Sistema Financeiro Nacional o Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil, o Banco do Brasil S.A., o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e as demais instituições financeiras públicas e privadas. As instituições financeiras, segundo o artigo 17 da mesma lei, são pessoas jurídicas públicas ou privadas que tenham como atividade principal ou acessória “coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros”. Ainda, são equiparadas às instituições financeiras pessoas físicas esse tipo de atividade (parágrafo único do artigo 17).

A título de conhecimento, temos, ainda, a Lei Complementar n. 105, de 10 de janeiro de 2001. Por meio dessa lei, em seu artigo 1º, parágrafo 1º, são definidas como instituições financeiras: os bancos de qualquer espécie; distribuidoras e corretoras de câmbio de valores mobiliários; sociedades de crédito, financiamento e investimentos; sociedades de

³²⁵ VIZEU FIGUEIREDO, Leonardo. **Direito Econômico**. 10ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. P. 285.

³²⁶ Vale uma pequena nota quanto à definição de instrumento financeiro. Segundo o Comitê de Pronunciamentos Contábeis, instrumento financeiro é um contrato que dá origem a um ativo financeiro de alguma entidade, assim como a algum passivo a outra entidade, conforme o pronunciamento técnico CPC 39. Disponível em http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/410_CPC_39_rev%2013.pdf

³²⁷ DE CASTILHO. Ela Wiecko Wolkmer. **O controle penal nos crimes contra o Sistema Financeiro Nacional (Lei n. 7.492, de 16.06.86)**. Tese de doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito para a obtenção do título de doutora em Direito, sob orientação da Professora Doutora Vera Regina Pereira de Andrade. Florianópolis, 1996. Disponível em <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/106425>. Acesso em: 01 set. 2020. P. 60.

³²⁸ Disponível em <https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp?frame=1>

crédito imobiliário; administradoras de cartões de crédito; sociedades de arrendamento mercantil; administradoras de mercado de balcão organizado; cooperativas de crédito; associações de poupança e empréstimo; bolsas de valores e de mercadorias e futuros; entidades de liquidação e compensação; e outras sociedades que, em razão da natureza de suas operações, assim venham a ser consideradas pelo Conselho Monetário Nacional.

As instituições financeiras são vitais para qualquer país, principalmente para aqueles em via de crescimento. Elas têm como principal *commodity* o dinheiro e são as intermediárias, a ponte, entre o agente superavitário e o agente deficitário. Elas são capazes de captar recursos e oferecer o crescimento e o desenvolvimento em diversos setores ao oferecer empréstimos. A sociedade como um todo pode se beneficiar da presença das instituições financeiras, além de poder utilizar serviços oferecidos por elas (transações, depósitos, poupanças, investimentos etc).

Quando são cometidos crimes contra as instituições financeiras e os demais componentes do SFN, toda uma coletividade acaba por se prejudicar. Além dos serviços que a sociedade pode usufruir de instituição financeira lesada, há uma questão mais relevante a ser considerada.

O SFN está subordinado aos objetivos traçados na Carta Magna, dispostos nos incisos do artigo 3º, quais sejam: construção de sociedade livre, justa e solidária; desenvolvimento nacional; erradicação da pobreza e da marginalização; redução das desigualdades sociais e regionais; promoção do bem-estar social de todos, sem preconceitos atinentes a origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação.

Quando um componente do SFN é abalado, todo um sistema é afetado conseqüentemente. Os objetivos traçados no artigo 3º não entram em xeque, porém, pode ocorrer um “desvio de rota”. O orçamento que poderia ser gasto com tais objetivos pode ser mitigado para ter uma parte remanejada em razão do abalo sofrido.

Nos valem de lição de PINHEIRO e SADDI a respeito de um bom sistema financeiro e como ele é fundamental para o desenvolvimento de qualquer país:

“Não há um país desenvolvido sem um bom sistema financeiro, o que implica também que não há país nessa situação sem um bom sistema legal e judicial, pois a intermediação financeira não pode se desenvolver sem uma base jurídica adequada. As transações realizadas no mercado financeiro são estruturadas contratualmente e têm, nas suas duas pontas, agentes que raramente se conhecem. (...) [N]o mercado financeiro o descompasso temporal está na essência da transação: tomam-se recursos hoje para serem pagos amanhã. A fidúcia é fundamental. E na presença do oportunismo, muitas operações financeiras seriam inviáveis sem a sustentação de um bom aparato jurídico. A regulação das instituições financeiras se justifica tanto por objetivos macro como microeconômicos. Os primeiros estão relacionados à capacidade de os bancos criarem moeda (escritural) e ao papel de desempenharem

como canais de transmissão da política monetária. (...) A justificativa microeconômica para regular o mercado financeiro é duas: por um lado, buscar a eficiência, a equidade do sistema; por outro lado, evitar crises, ou seja, atingir certo equilíbrio. (...)”³²⁹

Necessitamos de um SFN bem regulado, até mesmo por uma questão de confiança dos investidores. No mercado financeiro, não sabemos quem está na outra ponta do contrato, precisamos de instituições financeiras sólidas.

A par de regulação, que deve resguardar o SFN e o próprio investidor, a tutela penal também deve ser coerente a fim de proteger toda a indústria financeira.

DE CASTILHO se posiciona no sentido de que o SFN é um setor tecnicamente desenvolvido, o que entendemos incluir regulação:

“O sistema financeiro brasileiro pode ser considerado como um dos setores tecnicamente mais desenvolvidos da economia do País, com eficiência e segurança apontadas em relatórios de instituições internacionais, bem como capacidade de adaptação a todos os percalços da economia e planos anti-inflacionários.”³³⁰

Segundo VIZEU FIGUEIREDO, o primeiro intuito do legislador na Lei n. 7492, de 1986, foi conceituar instituição financeira para fins de sujeição penal. Em seguida, o autor se posiciona no sentido de que essa lei derogou a Lei n. 1.521, de 1951 (Lei de Economia Popular)³³¹. Com a devida vênia, discordamos desse posicionamento, visto que a Lei de Economia Popular trata de crimes contra os recursos da coletividade e, conseqüentemente, “a aquisição e guarda dos bens de primeira necessidade a todos, indiscriminadamente”, como afirma o próprio autor³³². Por outro lado, a Lei n. 7.492 se refere a crimes contra o SFN, que é composto por pelos mercados de (i) moeda, crédito, capitais e câmbio; (ii) previdência privada; e (iii) seguros privados. Ainda, para fins de sujeição penal, como retrata o próprio autor, é necessário o enquadramento como instituição financeira, não como coletividade, como na Lei de Economia Popular. Estamos diante de conceitos diferentes.

BITENCOURT e BRENDA entendem algo semelhante. Os autores afirmam que a Lei n. 7.492, de 1986, que dispõe contra os crimes contra o SFN, visa a proteção da credibilidade, integridade e normalidade desse setor. Por outro lado, a Lei n. 1.521, de 1951,

³²⁹ PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, economia, mercados**. Rio de Janeiro: Campus, 2006. P. 449 e 450.

³³⁰ DE CASTILHO. Ela Wiecko Wolkmer. **O controle penal nos crimes contra o Sistema Financeiro Nacional (Lei n. 7.492, de 16.06.86)**. Tese de doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito para a obtenção do título de doutora em Direito, sob orientação da Professora Doutora Vera Regina Pereira de Andrade. Florianópolis, 1996. Disponível em <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/106425>. Acesso em: 01 set. 2020. P. 68.

³³¹ VIZEU FIGUEIREDO, Leonardo. **Direito Econômico**. 10ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. P. 515.

³³² *Ibid.*, p. 513.

visa a proteção da economia popular, completamente diferente do sistema financeiro. E mais, essa lei ainda impediria que criminosos explorassem o povo.

Em suma, entendemos que a Lei de Economia Popular e a Lei n. 7.492, de 1986, tratam de assuntos distintos. Ou seja, não houve uma derrogação.

Quanto à tutela penal do SFN, DE SANCTIS traz lições fundamentais³³³.

Apesar de os autos da Ação Penal 470 (Mensalão) serem físicos, DE SANCTIS compilou trecho do voto do Ministro Ayres Brito: “[a] objetividade jurídica do crime contra o sistema financeiro nacional é a credibilidade das instituições financeiras”³³⁴. Outro processo físico, que está no STJ, também compilado por DE SANCTIS é o Conflito de Competência n. 91.162/SP, de Relatoria do Ministro Arnaldo Esteves, julgado em 2009:

“A Lei 7.492/1986 busca a preservação das instituições públicas e privadas que compõem o sistema financeiro, de modo a viabilizar a transparência, a licitude, a boa-fé, a segurança e a veracidade, que devem reger as relações entre estas e aplicadores, poupadores, investidores, seguradores e consorciados. O objeto jurídico tutelado é a garantia da solvência das instituições financeiras e a credibilidade dos agentes do sistema”³³⁵.

BITENCOURT e BREDA partilham da mesma opinião. Os autores entendem que o bem jurídico tutelado pela Lei n. 7.492, de 1986, é a inviolabilidade e a credibilidade do SFN, sendo necessário zelar pela regularidade e pelos corretos funcionamento e operacionalização das instituições financeiras. Para tanto, é imprescindível a tutela por igual do patrimônio e dos interesses econômico-financeiros dos investidores, das instituições financeiras e, inclusive, de seus acionistas³³⁶.

Os crimes contra o SFN (crimes contra o colarinho branco), segundo DE SANCTIS, possuem diversas características³³⁷. Exporemos algumas delas – pertinentes ao trabalho – abaixo.

Há uma complexidade de condutas, o que pode causar uma “opacidade”, escuridão, de acordo com o autor. Isso decorre do fato de que os delitos deflagrados ocorrem devido o domínio de informação que não está ao alcance de todos. Ou seja, há dificuldade em se vislumbrar os comportamentos delituosos.

³³³ DE SANCTIS, Fausto Marin. **Delinquência econômica e financeira: colarinho branco, lavagem de dinheiro e mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Forense, 2015.

³³⁴ *Ibid.*, p. 18.

³³⁵ *Idem.*

³³⁶ BITENCOURT, Cezar Roberto. BREDA, Juliano. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais**. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014. P. 2001.

³³⁷ DE SANCTIS, op. cit., p. 18 e 19.

Há um “conflito latente” e não “patente”. Via de regra, o infrator não recorre à violência para perpetrar seu delito, o que pode torná-lo menos perceptível.

A respeito da tipificação e das punições, DE SANCTIS expõe que há larga gama de sanções (heterogeneidade da repressão), ambiguidade na classificação das condutas e limitado papel desempenhado pela lei (prevalecem soluções informais e o controle interno exercido pela companhia).

Superada a explanação a respeito do SFN, passemos à possível tipificação.

Pensando-se mais especificamente em pirâmides financeiras e esquemas Ponzi, não vislumbramos formas de execução de tais ilícitos em instituições financeiras em pleno funcionamento. Desde a concepção da instituição financeira, o Banco Central tem o condão de fiscalizá-la. Sendo assim, entendemos que não haveria como cometer algum desses ilícitos em alguma instituição já em funcionamento.

Uma interpretação possível seria por meio do artigo 16, da Lei n. 7.492, de 1986 – a operação de instituição financeira ilegal:

“Art. 16. Fazer operar, sem a devida autorização, ou com autorização obtida mediante declaração falsa, instituição financeira, inclusive de distribuição de valores mobiliários ou de câmbio:
Pena - Reclusão, de 1 (um) a 4 (quatro) anos, e multa.”

O *con artist* teria de operar seu ilícito por meio de instituição financeira, vinculando seus membros por meio de valores mobiliários. Essa hipótese, inclusive, é vislumbrada em cartilha veiculada pelo Ministério Público Federal³³⁸.

Em nossa pesquisa jurisprudencial, não encontramos enquadramento de pirâmide financeira ou de esquema Ponzi nesse dispositivo legal.

Por meio desse artigo de lei, entendemos que o legislador alavancou como bem jurídico a tutela do SFN e o patrimônio dos investidores, não a economia popular.

A respeito da tutela do SFN, nos valem de artigo de VIEIRA. O autor entende que os bens jurídicos têm uma tendência de coletivização. Apesar de os crimes contra o SFN também afetarem patrimônios particulares, há a lesão a algo maior – o bom funcionamento do sistema, que é um bem jurídico supraindividual³³⁹. Ainda, mencionando ARAÚJO JÚNIOR., o autor destaca os aspectos que seriam preponderantes para o entendimento dessa tutela:

³³⁸ Disponível em <http://www.mpf.mp.br/atuacao-tematica/ccr2/publicacoes/cartilhas/guia-pratico-piramides-financeiras>

³³⁹ VIEIRA, Vanderson Roberto. **Breves Notas aos Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional**. In Direito Bancário e Temas Afins, coord. Geraldo José Guimarães da Silva, Antônio Márcio da Cunha Guimarães. Campinas: CS Edições Ltda., 2003. P. 728 e 729. Apud ARAÚJO JÚNIOR, João Marcello.

organização do mercado, regularidade de seus instrumentos, confiança e segurança nos negócios.

Partilhamos do posicionamento de BITENCOURT e BREDA, esposado acima. Entendemos que é inaplicável a tipificação de crime contra o SFN em casos de pirâmide ou esquema Ponzi.

A par da própria essência da tutela penal do SFN, que já não é compatível com nosso objeto de estudo, temos de adicionar ensinamento de DE SANCTIS. O autor nos ensina que o tipo do artigo 16 é um crime habitual impróprio ou acidentalmente habitual³⁴⁰. Sendo o crime habitual, há prática reiterada do agente e, quando é impróprio, o agente deixou de cumprir exigência legal (autorização para funcionamento como instituição financeira).

Os delitos por nós tratados são comissivos. Ou seja, o agente precisa tomar uma ação para ter um resultado.

No caso, o *con artist* cria níveis na pirâmide financeira e fraudas seus investidores. Ele vincula o rendimento dos membros às adesões, de modo que existe uma inviabilidade do produto ou do serviço vendido, como explicado anteriormente. Diante dessa dificuldade de venda de produto ou serviço, como a cadeia de membros é finita, haverá um momento que essa empreitada ruirá e esses investidores perderão seus capitais investidos. A fraude está justamente na ideia vendida de que há a possibilidade de altíssimos ganhos por meio de venda fácil de produtos ou serviços.

Já no esquema Ponzi, o *con artist* gerencia um grande montante pecuniário. Os membros injetam capital num projeto coletivo – no Brasil, ocorreu por meio de contrato de investimento coletivo –, e esperam rendimentos. Porém, não há qualquer projeto, o *con artist* apenas repassa parcelas do capital injetado entre os membros.

Em suma, entendemos que esses delitos relatados são comissivos, eivados de dolo. Há flagrante fraude por parte do *con artist*. Não se pode dizer que há um crime impróprio.

Quanto ao enquadramento do caso Avestruz Master nos artigos 6º e 7º, inciso II, discordamos desse posicionamento. O Grupo Avestruz Master nunca foi uma instituição financeira, apenas uma sociedade empresária “vazia”. Nunca houve um animal, que era o objeto de investimento. Mesmo sendo, não haveria óbice para o enquadramento como crime contra a economia popular ao nosso ver, uma vez que houve captação de poupança popular sob falso pretexto.

³⁴⁰ DE SANCTIS, Fausto Marin. **Delinquência econômica e financeira: colarinho branco, lavagem de dinheiro e mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Forense, 2015. P. 95.

Por fim, insistimos mais uma vez na inaplicabilidade da Lei n. 7.492, de 1986. Essa lei visa a proteção da credibilidade, integridade e normalidade desse setor. Já a Lei n. 1.521, de 1951, visa a proteção da economia popular.

III.3 - Crime contra o Mercado de Capitais (Lei n. 6.385, de 1976)

Para que a economia de mercado chegasse onde está hoje, foi necessário passar por longos – e tortuosos – caminhos. Infelizmente, esses caminhos são eivados de máculas.

Diversas sociedades, por meio de suas autoridades competentes, inclusive a brasileira, tentam extirpar suas máculas dos mercados. Contudo, trata-se de tarefa árdua e constante.

Os crimes contra o mercado de capitais caminharam com toda a evolução desse mercado.

Antes de adentrarmos os crimes contra o mercado de capitais, é necessário examinarmos de que mercado estamos tratando.

O mercado de capitais está inserto no mercado financeiro, que também abrange o mercado bancário e o mercado de câmbio. No mercado financeiro, há basicamente dois tipos de indivíduos – os poupadores (não utilizam a totalidade de sua renda, não a colocando no mercado) e os tomadores de recursos (são aqueles que necessitam de mais recursos para desenvolver certa atividade)^{341 342}.

No âmbito do mercado de capitais, investidores (poupadores) destinam parte ou totalidade de seu excedente de renda para o tomador, a fim de que este desenvolva certa atividade e, conseqüentemente, promova a formação do capital. Nesse sentido:

“O mercado de capitais é aquele em que os investidores, poupadores, alocam o seu excedente de recursos diretamente no tomador, na forma de investimento, para o desenvolvimento de uma determinada atividade, promovendo a formação do capital, ligando poupança e investimento, com o intuito de aumentar a eficácia da aplicação econômica dos recursos disponíveis.”³⁴³

Na aproximação entre poupadores e tomadores, há incentivo do aumento da produtividade, o que gera, conseqüentemente, o desenvolvimento econômico.

³⁴¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro, 2017, Disponível em <https://www.investidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html#DireitodoMercado>. Acesso em: 17 set. 2020. P. 34.

³⁴² Disponível em https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf

³⁴³ CVM, op. cit. p. 35.

De todo modo, esse mercado é “um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o objetivo de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de companhias e viabilizar seu processo de capitalização”³⁴⁴ ³⁴⁵. É um sistema constituído de bolsas de valores, corretoras e instituições financeiras autorizadas³⁴⁶.

Esse mercado está inserido no Sistema Financeiro Nacional e os produtos negociados no mercado de capitais são os valores mobiliários (estes já definidos anteriormente).

Além da capitalização das sociedades empresárias, esse mercado também viabiliza e contribui para a eficiência do sistema de emissão de títulos, de modo a lhes conferir liquidez. Para que essas duas ações sejam executadas, é imprescindível um sistema articulado de distribuição e circulação de valores mobiliários, como as bolsas de valores e as sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários.

Quanto à função do mercado de capitais, depreende-se que é a de disponibilizar financiamento aos projetos das companhias, sem que estas precisem recorrer a empréstimos bancários.

O mercado de capitais tem como função permitir às sociedades empresárias captar recursos de terceiros e, conseqüentemente, compartilhar ganhos e riscos. Como o mercado de capitais reflete a economia e também permite o acesso ao capital, ele é imprescindível para o desenvolvimento de uma economia livre e democrática. Logo, sua finalidade prima pelo desenvolvimento econômico nacional.

Em suma, o mercado de capitais é um canalizador das poupanças para diversas atividades econômicas e empresariais, é constituído por um conjunto de instituições destinadas a negociar valores mobiliários.

Nesse diapasão, citamos ALONSO, que trata da razão da inserção do Direito Penal no mercado de Capitais:

“Dessa forma, assumindo seu papel no tocante a uma intervenção subsidiária, o direito penal se afigura como instrumento adequado à proteção dos interesses patrimoniais dos investidores, cuja dignidade penal encontra-se devidamente embasada

³⁴⁴ *Ibid.*, p. 35.

³⁴⁵

Disponível

em

https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf

³⁴⁶ São tidas como instituições financeiras as pessoas jurídicas de direito público ou privado que intermediem a aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, assim como a custódia de valor de propriedade de terceiros, nos ditames do artigo 17 da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964: “Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.”

constitucionalmente, especialmente quanto à garantia de um direito fundamental intimamente vinculado à dignidade humana, qual seja, a propriedade dos investidores.”³⁴⁷

Feita essa pequena introdução ao mercado de capitais, adentremos aos crimes cometidos contra esse segmento do Sistema Financeiro.

Tutela Penal do Mercado de Capitais

Infelizmente, com o desenvolvimento do mercado de capitais, ilícitos foram concebidos e aprimorados.

O Estado se preocupou em tipificar certas condutas, a fim de que houvesse uma resposta a altura para o infrator, assim como uma resposta para a sociedade que gere a prevenção. No caso do mercado de capitais, um exemplo é a manipulação de mercado. Apesar de termos um mercado ainda pequeno no final do século XIX e início do século XX, já havia previsão a respeito desse assunto:

Lei n. 3.150, de 4 de novembro de 1882:

“Art. 27. Incorrem nas disposições do § 4º do art. 264 do Código Criminal: (...) 3º Os administradores, que por qualquer artifício promoverem falsas cotações das acções; (...)”

Decreto n. 847, de 11 de outubro de 1890 (Código Penal de 1890):

“Art. 340. Incorrerão nas penas de prisão celular por um a quatro annos e multa de 100\$ a 500\$000:

1º Os administradores de sociedades ou companhias anonymas que, por conta dellas, comprarem e venderem acções das mesmas sociedades ou companhias; salva a faculdade de as amortizar na fôrma permittida por lei; (...)

3º Os administradores que por qualquer artifício promoverem falsas cotações das acções; (...)

Paragrapho unico. Serão considerados cúmplices os fiscaes que deixarem de denunciar nos seus relatorios annuaes a distribuição de dividendos não devidos, e quaesquer fraudes praticadas no decurso do anno, e constantes dos livros e papeis sujeitos ao seu exame.”

Hoje, temos a Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Além de dispor sobre a matéria dessa seara, também prevê três crimes contra o mercado de capitais, quais sejam:

³⁴⁷ ALONSO, Leonardo. **O bem jurídico nos crimes contra o mercado de capitais**. Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, v. 82, jan. – fev., p. 129 – 164., 2010 Disponível em http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/bibli_boletim/bibli_bol_2006/RTrib_n.967.22.PDF. Acesso em: 15 set. 2020. P. 11.

manipulação de mercado, uso indevido de informação privilegiada e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função (artigo 27-C a 27-F)³⁴⁸.

Quanto aos bens jurídicos (penalmente) tutelados no mercado de capitais, conforme lições de ALONSO, há que se levar em conta duas correntes do direito norte-americano, as quais tiveram grande influência nos sistemas europeu e brasileiro³⁴⁹.

O autor ensina que há duas correntes no tocante à proteção do mercado de capitais. São elas a Teoria do Dever Fiduciário (*Fiduciary Duty Theory*) e a Teoria da Apropriação Indevida (*Misappropriation Theory*)³⁵⁰. Baseando-nos em sua obra, faremos uma pequena digressão sobre tais teorias.

Inicialmente, com as *Blue Sky Laws*, nos Estados Unidos da América, prevaleceu a Teoria das Circunstâncias Especiais (*Special Facts Theory*). Essa teoria tinha como base a “violação de regras de formação do próprio negócio” e a “obrigatoriedade de plena informação à contraparte quando a negociação estivesse em uma informação privilegiada”. O autor aponta que a essência reside na boa-fé contratual³⁵¹.

Com a *Securities Exchange Act*, de 1934, mais precisamente no dispositivo relativo a *insider trading*³⁵², tal teoria foi superada e passou-se a definir a responsabilidade do infrator para com a companhia emissora – apesar de a punição estar restrita à devolução do lucro auferido em favor da sociedade empresária. Essa regra caiu em desuso, diante de fortes vulnerabilidades: a resolução do conflito era vinculada às partes que negociavam a devolução

³⁴⁸ Tais crimes, assim como outras disposições na Lei n. 6.385, de 1976, foram introduzidos pela Lei n. 10.303, de 31 de dezembro de 2001.

³⁴⁹ ALONSO, Leonardo. **O bem jurídico nos crimes contra o mercado de capitais**. Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, v. 82, jan. – fev., p. 129 – 164., 2010 Disponível em http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/bibli_boletim/bibli_bol_2006/RTrib_n.967.22.PDF. Acesso em: 15 set. 2020. P. 2 – 4.

³⁵⁰ *Ibid.*, p. 2 – 4.

³⁵¹ *Ibid.*, p. 2.

³⁵² Securities Exchange Act: “Section 16(b): For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) or a security-based swap agreement involving any such equity security within any period of less than six months, unless such security or security-based swap agreement was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security or security-based swap agreement purchased or of not repurchasing the security or security-based swap agreement sold for a period exceeding six months. Suit to recover such profit may be instituted at law or in equity in any court of competent jurisdiction by the issuer, or by the owner of any security of the issuer in the name and in behalf of the issuer if the issuer shall fail or refuse to bring such suit within sixty days after request or shall fail diligently to prosecute the same thereafter; but no such suit shall be brought more than two years after the date such profit was realized. This subsection shall not be construed to cover any transaction where such beneficial owner was not such both at the time of the purchase and sale, or the sale and purchase, of the security or security-based swap agreement involved, or any transaction or transactions which the Commission by rules and regulations may exempt as not com- prehended within the purpose of this subsection.” Disponível em <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>

dos valores (apesar de haver uma fraude) e nem sempre a informação revelada era repassada pelo funcionário da própria sociedade empresária com ações negociadas em bolsa de valores:

“Tal regra passou a apresentar certas vulnerabilidades, posto que sua vinculação recaiu necessariamente sobre as partes negociantes - integrantes de uma relação normal de confiança - e em especial pessoas ligadas à sociedade emissora dos valores mobiliários negociados, via de regra, os detentores das informações relevantes. Desde logo, os tribunais norte-americanos passaram a lidar com situações em que os divulgadores da informação privilegiada nem sempre eram pessoas ligadas à sociedade emissora ou mesmo contraparte na negociação de valores, como, por exemplo, funcionário de uma gráfica onde se imprimiu o material confidencial.”³⁵³

A SEC tomou posição perante essa situação e teve o entendimento que o *insider trading* era uma fraude na negociação de valores mobiliários. A primeira regra adotada foi a regra do *disclose or abstain*, segundo a qual “ao detentor da informação privilegiada é dada apenas uma das seguintes alternativas, revelar a informação ou abster-se de negociar”³⁵⁴.

A respeito da regra do *disclose or abstain*, LEÃES faz interessante digressão. Tendo como base processo administrativo da Comissão de Valores Mobiliários, que versa sobre *insider trading*, o autor expõe claramente a regra mencionada – caso a sociedade empresária não disponha da informação livremente, que se abstenha. Ainda, para que se abstenha, um mecanismo deveras útil é a *chinese wall*³⁵⁵. Nesse sentido:

Vejamos inicialmente a assertiva de que o objetivo da instituição dos procedimentos de segregação de informações denominados *chinese walls* não seria apenas o de criar restrições ao fluxo de informações dentro da instituição, ou estabelecer limites à atuação desta em relação a certos títulos, mas, na realidade, o de vedar, literalmente, a sua negociação. Essa conclusão, segundo a sentença da CVM, decorreria da regra antifraude das leis de mercado que determina aos agentes que de duas uma: ou promovam a completa e idônea revelação dos fatos, ou se abstenham de usar as informações confidenciais a eles concernentes (*disclose or abstain*). Não é bem assim o que diz a doutrina norte-americana: ‘*The antifraud provisions of the security law require the firm to disclose all material nonpublic information it has or abstain from using it in trading or recommending the security in question. This “disclose or abstain” rule further obligates firms to refrain from executing or recommending transactions unless justified in light of all information known to the firm. In response to these conflicting duties, multi-service financial institutions have established internal policies and procedures to restrict the flow of material nonpublic information from the department in which it originates. These procedures are colloquially referred*

³⁵³ ALONSO, Leonardo. **O bem jurídico nos crimes contra o mercado de capitais**. Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, v. 82, jan. – fev., p. 129 – 164., 2010 Disponível em http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/bibli_boletim/bibli_bol_2006/Rtrib_n.967.22.PDF. Acesso em: 15 set. 2020. P. 2.

³⁵⁴ *Ibid.*, p. 2

³⁵⁵ *Verbis*: “A chamada Chinese Wall (ou, em tradução literal, muralha chinesa) é expressão de origem norte-americana que designa um dos principais e mais comuns mecanismos confeccionados para mitigar riscos de configuração da prática de insider trading no mercado financeiro e de capitais. Trata-se, em linhas gerais, de uma estrutura de segregação de atividades, daí a noção de ‘muralha’ ou barreira. Essa ‘muralha’ é exemplo de arquitetura jurídica pensada para proteger clientes e suas informações de natureza sigilosa, por meio da separação na gestão de recursos próprios e de terceiros realizada em uma mesma companhia (...)” (MÜSNICH, 2010, p. 44).

to as “Chinese walls” or “fire walls” (Thomas Lee Hazen, Treatise on the law of securities regulation. 3. ed. West Publishing Co., 1995. vol. 2, § 10.2.4, p. 48).”³⁵⁶

A SEC ampliou a questão da regra do *disclose or abstain* para pessoas detentoras de informações e que nem sempre têm o dever de fidúcia para com investidores³⁵⁷. As pessoas ligadas às sociedades empresárias, porém que não detêm relacionamento com investidores ou mesmo não têm vínculo empregatício ou executivo, estariam dentro da regra.

Voltando à tônica da discussão, aos posicionamentos do governo norte-americano relativas às fraudes no mercado de capitais, ALONSO ensina que ganhou espaço a Teoria da Apropriação Indevida (*Misappropriation Theory*). Segundo essa teoria, “aquela que utiliza de forma indevida a informação privilegiada se apropria indevidamente da informação em relação ao seu proprietário originário”³⁵⁸. Foram feitas diversas críticas, principalmente no que concerne a uma ampliação do dever de confidencialidade e a pessoas que tiveram acesso a informações privilegiadas por obra do acaso. Essa teoria foi superada nos tribunais norte-americanos e voltou a prevalecer a Teoria do Dever Fiduciário (*Fiduciary Duty Theory*)³⁵⁹, fundada na proteção e nos interesses dos investidores³⁶⁰.

³⁵⁶ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **A Adoção do Chinese Wall e a Repressão do Insider Trading**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 47, jan. – mar. 2010, p. 4.

³⁵⁷ ALONSO, Leonardo. **O bem jurídico nos crimes contra o mercado de capitais**. Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, v. 82, jan. – fev., p. 129 – 164., 2010 Disponível em http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/bibli_boletim/bibli_bol_2006/RTrib_n.967.22.PDF. Acesso em: 15 set. 2020. P. 3.

³⁵⁸ *Ibid.*, p. 3.

³⁵⁹ “A moderna aplicação da teoria dos deveres fiduciários remete ao instituto da fidúcia, que possui suas origens no direito romano, (...) que se apresentava como um contrato por meio do qual o fiduciário recebia do fiduciante a propriedade sobre coisa infungível, comprometendo-se a restituí-la a seu dono ou dar-lhe certa destinação. Era instrumentalizada por dois institutos: a mancipatio ou a in iure cessio e, desde seus primórdios, possuía íntima relação com a boa-fé com a confiança do proprietário do bem naquele que mantinha a posse sobre o mesmo, um vínculo ético-social, ligado à moral, honra e bons costumes daquela sociedade. Contudo, foi no direito anglo-saxão, na Idade Média, que esse instituto, ali denominado trust, encontrou maior evolução, na liberdade que possuía o fiduciário, no sistema feudal, de desenvolver atividades agrícolas na terra que, por confiança, possuía. Provavelmente em decorrência da propagação e desenvolvimento do trust é que (...) verifica-se a tendência a se ter a propriedade administrada por outrem nos países de common law. Apesar da gênese histórica supramencionada, foi nos Estados Unidos, com a ideia da separação entre propriedade e gestão na companhia, (...), a fim de regular as relações entre sócios e administradores da companhia, resguardando os proprietários de eventuais abuso dos gestores da sociedade, que a moderna teoria dos direitos fiduciários passou de fato a tomar os moldes em que hoje se apresenta, até ser consagrada em nosso ordenamento jurídico pela lei 6.404/76.” (MENDES, Givago Dias. **Proteção aos sócios minoritários e a aplicação dos deveres fiduciários aos acionistas controladores nas sociedades anônimas**. In: CONPEDI – Direito Empresarial II. P. 75 – p. 93. Florianópolis, 2016. Disponível em <http://conpedi.danilolr.info/publicacoes/02q8agmu/s724w721/VB5wqj1830k0maCR.pdf>. Acesso em: 21 set. 2020. P. 77 e 78)

³⁶⁰ ALONSO, op. cit., p. 3.

MENDES aponta que pela Teoria do Dever Fiduciário, desenvolvida nos Estados Unidos da América, foi traçado pelo princípio da confiança para comandar a relação entre sócios e administradores de companhias, de modo a resguardar possíveis abusos de gestores³⁶¹.

Em linhas gerais, os deveres fiduciários são um complexo de padrões de conduta, dotados de grande carga principiológica e caráter aberto. Assim como os Estados Unidos da América e outros países ocidentais, nosso país adotou algo semelhante³⁶². Ao invés de tais deveres serem deixados em aberto, não “taxados”, na Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, a Lei das Sociedades Anônimas, os deveres foram elencados.

Entre os artigos 153 e 157, são elencados os seguintes deveres: diligência, cumprimento das finalidades da sociedade, lealdade, de evitar situações de conflitos de interesses e de informar.

Já dispostos os deveres fiduciários, indispensáveis para entender como foi solidificada a proteção dos investidores, passemos à tutela do mercado de capitais mais especificamente, o que se visa proteger.

ALONSO dispõe os posicionamentos, a respeito da tutela do mercado de capitais, utilizados em alguns países, que merecem nossa atenção.

A tutela da igualdade entre investidores, no que concerne o acesso à informação, é algo sustentado por grande parte da doutrina, de acordo com o autor. O bem jurídico tutelado seria a igualdade entre investidores³⁶³.

Essa teoria é muito cativante, pois pressupõe que as pessoas que investem no mercado de capitais estão em igualdade de condições. Ocorre que a igualdade entre investidores é algo de difícil delimitação, é uma tarefa hercúlea.

A par de toda a formação cognitiva, social, econômica e acadêmica de cada investidor, ainda há a assimetria informacional. Cada um desses fatores há de fazer toda a diferença entre os investidores no mercado de capitais.

A respeito da assimetria informacional, FERREIRA faz interessante introdução:

³⁶¹ MENDES, Givago Dias. **Proteção aos sócios minoritários e a aplicação dos deveres fiduciários aos acionistas controladores nas sociedades anônimas.** In: CONPEDI – Direito Empresarial II. P. 75 – p. 93. Florianópolis, 2016. Disponível em <http://conpedi.daniloir.info/publicacoes/02q8agmu/s724w721/VB5wqj1830k0maCR.pdf>. Acesso em: 21 set. 2020. P. 76.

³⁶² *Ibidem*, p. 78.

³⁶³ ALONSO, Leonardo. **O bem jurídico nos crimes contra o mercado de capitais.** Revista Brasileira de Ciências Criminas, São Paulo, v. 82, jan. – fev., p. 129 – 164., 2010 Disponível em http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/bibli_boletim/bibli_bol_2006/RTrib_n.967.22.PDF. Acesso em: 15 set. 2020. P. 4.

“O problema é, ao mesmo tempo, característica do mercado de capitais é a assimetria informacional. O investidor só pode ter acesso à informação que lhe for disponibilizada pelos administradores das emissoras participantes do mercado. Os administradores, por sua vez, são fortemente tentados a divulgar apenas o que lhes convierem, evidenciando de forma exagerada a boa performance do passado e as perspectivas para o futuro, e escondendo ou mascarando os dados dos reais problemas.”³⁶⁴

Mais precisamente, como leciona FINKELSTEIN, as assimetrias informacionais se aproximam mais “do risco e da incerteza dos agentes econômicos, com o processo de tomada de decisões, bem como com a regulamentação de determinados mercados como o financeiro e de capitais. (...), criam impedimentos ao equilíbrio econômico (...)”. Ainda, segunda a autora, a assimetria informacional se refere à desigualdade de acesso sobre uma mesma informação³⁶⁵.

No Brasil, temos a Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003, que elenca, no capítulo de normas de conduta, o princípio da igualdade de acesso à informação (entre investidores).

“Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM:

(...) V - a partir do momento em que a oferta se torne pública, ao divulgar informação relacionada à emissora ou à oferta:

a) **observar os princípios relativos à qualidade, transparência e igualdade de acesso à informação:** (...)” (grifos nossos)

Temos a Instrução CVM n. 400, de 2003, que coloca o acesso de informação entre investidores como princípio. Curiosamente, não se trata de uma regra, apesar de haver o crime de *insider trading* disposto na Lei n. 6.385, de 1976.

Há a Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia:

“(25) Os modernos meios de comunicação tornam possível assegurar uma maior equidade no acesso às informações financeiras pelos profissionais dos mercados financeiros e os investidores individuais, mas aumentam igualmente o risco de divulgação de informações falsas ou enganosas.

(...) (43) No exercício das competências de execução atribuídas nos termos da presente diretiva, a Comissão respeitará os seguintes princípios:

- a necessidade de assegurar a confiança dos investidores nos mercados financeiros, fomentando altos níveis de transparência nesses mercados,

³⁶⁴ FERREIRA, Laila Cristina Duarte. **Divulgação de informações no mercado de valores mobiliários brasileiro: a regulação da atividade jornalística**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como requisito para obtenção do título de Mestre, sob orientação do Professor Doutor José Alexandre Tavares Guerreiro. São Paulo, 2013. Disponível em https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-10012014-102009/publico/Dissertacao_Mestrado_Laila_Cristina_Duarte_Ferreira.pdf. Acesso em: 21 set. 2020. P. 52 e 53.

³⁶⁵ FINKELSTEIN, Maria Eugênia. **Assimetria informacional e governança corporativa**. São Paulo: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 73, 2016. Disponível em: http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/bibli_boletim/bibli_bol_2006/RDBancMecCap_n.73.05.PDF. Acesso em: 20 set. 2020. P. 6.

(...) - a necessidade de conseguir a igualdade de condições entre todos os participantes no mercado mediante o estabelecimento, sempre que oportuno, de regulamentação a nível da União Europeia, (...)”

Na União Europeia, com um mercado de capitais mais desenvolvido e regulado, é possível pensarmos em companhias mais transparentes e também em maior igualdade entre investidores. Talvez, numa sociedade com um nível de desigualdade social menor que o do Brasil e com companhias mais transparentes, a tutela da igualdade entre investidores vigore com robustez, vitaliciedade.

No Brasil, hoje, temos a Instrução CVM n. 400, de 2003, que coloca o acesso de informação entre investidores como princípio. Dados os fatores mencionados acima, principalmente a impossibilidade de preparação para nosso país abraçar a tutela de igualdade entre investidores, dispor do acesso à informação a nível principiológico talvez seja uma postura mais sensata.

A par da tutela da igualdade entre investidores, há a tutela dos interesses da sociedade emissora de valores mobiliários. ALONSO aponta que essa tutela prevalece na Suíça, onde a criminalização do crime de *insider trading* tem como objetivo proteger a igualdade de oportunidades dos investidores e os interesses da sociedade emissora em vista de um dever de lealdade que vincula o infrator – considerando que o infrator tem uma relação de fidúcia com a sociedade emissora³⁶⁶. Nessa toada, o autor também aponta que aqueles que tenham dever de lealdade para com a sociedade emissora e acabam por violá-lo, no sistema jurídico suíço, estão sujeitos a uma penalização maior dos que aqueles que não trazem consigo o dever de lealdade.

ALONSO ensina que essa teoria foi desenvolvida nos Estados Unidos da América, a partir do dever de lealdade que havia entre acionistas, administradores e funcionários de alto escalão da sociedade emissora (Teoria do Dever Fiduciário). Posteriormente, essa teoria obteve maior alcance com o entendimento da forma de utilização indevida de informação privilegiada (Teoria da Apropriação Indevida).

Partilhamos da opinião de ALONSO no tocante à inadequação da teoria, pois os interesses a serem protegidos no mercado de capitais vão além dos interesses das sociedades emissoras. Caso os interesses das companhias fossem os únicos a serem resguardados, teríamos os investidores sempre como subjugados, oprimidos. Outrossim, adotar essa teoria em sentido amplo seria também desprezar a relevância dos investidores no mercado³⁶⁷.

³⁶⁶ ALONSO, Leonardo. **O bem jurídico nos crimes contra o mercado de capitais**. Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, v. 82, jan. – fev., p. 129 – 164., 2010 Disponível em http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/bibli_boletim/bibli_bol_2006/Rtrib_n.967.22.PDF. Acesso em: 15 set. 2020. P. 6.

³⁶⁷ *Ibid.*, p. 7.

ALONSO expõe ainda que os delitos contra o mercado de capitais afetam o valor dos papéis de maneira irrisória. No caso, o que é realmente abalado é a credibilidade das sociedades emissoras.³⁶⁸

Outra teoria a respeito da tutela penal é a tutela do correto funcionamento do mercado de valores mobiliários. Essa teoria foi resultado da insuficiência das outras teorias, principalmente no interesse tutelado por elas, como se viu acima. ALONSO, baseando-se em Ana María Pietro Del Pino, aponta que essa teoria pode ser encontrada nas doutrinas espanhola e brasileira.

Essa teoria pode ser encontrada também na Diretiva 2003/6/CE: “[a] criação de um mercado financeiro integrado e eficiente pressupõe que seja garantida a integridade do mercado”.

Segundo o autor, a teoria possui três pilares: proteção dos investidores, igualdade entre eles e transparência das informações³⁶⁹.

A proteção (patrimonial) dos investidores, sem a menor dúvida, deve ser primada pela regulação brasileira, ainda que a título penal, até mesmo pela confiança do investidor no mercado de capitais. O mesmo ocorre com a igualdade dos investidores, principalmente no tocante à igualdade de oportunidades, pois é imprescindível o livre acesso à participação de todos no mercado de capitais.

Quanto à transparência das informações, apontada como pressuposto de proteção estatal, ALONSO entende que esse pilar da teoria não merece prosperar. O autor defende que a transparência de informações significa a garantia de divulgação completa de informações relevantes pelas sociedades empresárias emissoras de valores mobiliários. Contudo, essa regra deveria ser protegida por meio do *disclosure*, não por meio de tutela penal³⁷⁰.

Com a Instrução CVM 400, temos o *disclosure* elevado a nível principiológico ainda, como apontado anteriormente. Acreditamos que não há necessidade de elevar o *disclosure* (transparência de informações) à tutela penal, pelo menos no momento, uma vez que não temos um mercado de capitais dotado de igualdade entre investidores.

Contudo, dados os outros pilares dessa teoria, e pelo aglutinamento das outras teorias, acreditamos ser ela a mais adequada, completa, a tutelar o mercado de capitais.

³⁶⁸ Idem.

³⁶⁹ *Ibid.*, p. 8.

³⁷⁰ Idem.

Como denotamos das teorias relativas à tutela do mercado de capitais, elas surgiram por conta de informação relevante de sociedades emissoras de valores mobiliários. Devidamente expostas as teorias, passemos aos crimes.

Crimes contra o Mercado de Capitais

Atualmente, na Lei n. 6.385, de 1976, temos elencados os crimes contra o mercado de capitais, dispostos nos artigos 27-C a 27-E, que são manipulação de mercado, uso indevido de informação privilegiada e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função.

De acordo com cartilha veiculada pelo Ministério Público Federal³⁷¹, as pirâmides financeiras estariam enquadradas no tipo do artigo 27-E:

“Exercício Irregular de Cargo, Profissão, Atividade ou Função

Art. 27-E. Exercer, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, a atividade de administrador de carteira, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado na autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento:

Pena – detenção de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa.”

A partir dessa premissa concentraremos esse estudo.

Estamos basicamente diante do mesmo axioma presente no artigo 16, da Lei n. 7.492, de 1986 – ausência de permissão da autoridade competente para exercício.

Segundo BITENCOURT e BRENDA, essa norma tutela o controle sobre o acesso ao mercado de capitais, posto que exige dos intermediários qualificação técnica para exercer atividades. Ao exigir a autorização e o registro para exercício, o legislador tinha como finalidade estimular a qualificação desses intermediários. Os autores afirmam, inclusive que há “diversos interesses em jogo”: controle no acesso ao mercado, fiscalização, qualificação e, posteriormente, proteção da poupança popular³⁷².

Apesar da semelhança, diferentemente do tipo do artigo 16 da Lei 7.492, o exercício irregular é crime comissivo habitual. Ou seja, é necessário que o agente aja para ter o resultado e, ainda, de maneira reiterada³⁷³.

Podemos dizer que a pirâmide financeira também se trata de crime comissivo habitual. Contudo, em contexto diferente.

³⁷¹ Disponível em <http://www.mpf.mp.br/atuacao-tematica/ccr2/publicacoes/cartilhas/guia-pratico-piramides-financeiras>

³⁷² BITENCOURT, Cezar Roberto. BRENDA, Juliano. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais**. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014. P. 418.

³⁷³ *Ibid.*, p. 423.

A teoria do correto funcionamento do mercado de valores mobiliários, que é inclusive predominante na doutrina brasileira, pode oferecer um maior entendimento. Na tutela penal, essa teoria resguarda a proteção dos investidores, a igualdade patrimonial entre eles e a transparência das informações.

A tutela penal no mercado de capitais busca proteger os investidores, a igualdade entre eles e também a transparência de informações (relevantes). Isso se trata de um mercado específico.

No caso de pirâmides financeiras, quando há vendas de produtos ou serviços, não há que se divulgar informação relevante ou mesmo pensar na igualdade entre investidores. Talvez, isso só seria possível em casos de comercialização de CIC, quando há esquema Ponzi. Contudo, havendo um esquema Ponzi, não há realmente uma instituição financeira, um produto comercializado, como vimos anteriormente. Assim, entendemos que não cabe a aplicação da Lei n. 6.385, de 1976, mas a Lei n. 1.521, de 1951.

III.4 - Crime contra a Relação de Consumo (Lei n. 8.137, de 1990)

Não pretendemos nos aprofundar nesse tema. Na realidade, realizamos a composição desse subcapítulo com base em documento veiculado pelo Ministério Público Federal (MPF) em 2016³⁷⁴. Esse documento propõe a tipificação da pirâmide financeira como crime contra a relação de consumo, mais precisamente como a indução do consumidor ou do usuário ao erro, segundo a Lei n. 8.137, de 27 de dezembro de 1990.

NUNES³⁷⁵ leciona que o conceito de destinatário final está presente nos artigos 2º, *caput*, 17 e 29, do Código de Defesa do Consumidor (CDC):

“Art. 2º Consumidor é toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final.

Parágrafo único. Equipara-se a consumidor a coletividade de pessoas, ainda que indetermináveis, que haja intervindo nas relações de consumo.

Art. 17. Para os efeitos desta Seção, equiparam-se aos consumidores todas as vítimas do evento.

Art. 29. Para os fins deste Capítulo e do seguinte, equiparam-se aos consumidores todas as pessoas determináveis ou não, expostas às práticas nele previstas.”

O autor ensina que o conceito expresso no artigo 2º é dotado de maior concretude, dado que o dispositivo estabelece que o consumidor adquire ou utiliza produto ou serviço. O

³⁷⁴ Disponível em <http://www.mpf.mp.br/atuacao-tematica/ccr2/publicacoes/cartilhas/guia-pratico-piramides-financeiras>

³⁷⁵ NUNES, Rizzatto. **Curso de Direito do Consumidor**. 13ª ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

parágrafo único do mesmo artigo equipara a consumidor a “coletividade de pessoas, ainda que indetermináveis, que haja intervindo nas relações de consumo”.

Por outro lado, no artigo 29, há clara abstração, pois o dispositivo faz menção a grupo de pessoas determináveis ou não, de forma que haveria um caráter difuso³⁷⁶.

Ainda em relação ao artigo 29, do CDC, NUNES ensina que esse artigo foi inserto no texto legal para “equiparar ao consumidor todas as pessoas, mesmo as que não puderem ser identificadas, que estão expostas às práticas comerciais”³⁷⁷. Ou seja, uma vez que existe prática comercial que alcance uma coletividade de pessoas, mesmo que não possa ser identificado um consumidor que pretenda se insurgir contra tal prática, há exposição de toda uma coletividade.

Um exemplo de prática comercial lesiva nesse sentido é a publicidade enganosa. Mesmo que nenhum consumidor (em caráter difuso) tome alguma medida contra ela, ainda assim o Ministério Público poderá tomar.

Ainda, num aspecto de evento (danoso), temos o artigo 17: “(...) equiparam-se aos consumidores todas as vítimas do evento.”

Independentemente de a vítima ser consumidora direta de produto ou de serviço, ela há de ser ressarcida. Esse é o caso de consumidor equiparado. Um exemplo é a queda de avião. Além da reparação às vítimas do acidente aéreo, a companhia aérea há de ressarcir aqueles que tiverem suas casas e seus bens atingidos pelo acidente³⁷⁸.

A respeito do conceito de consumidor, há a teoria finalista. Como veremos nos julgados abaixo, essa teoria não considera como consumidor a pessoa que adquire ou utiliza o produto ou o serviço em sua atividade profissional. Se a pessoa adquire ou utiliza o produto ou o serviço e acaba por exercer atividade laboral e até mesmo auferir lucro, ela não é consumidora. Enfim, se aplicada a teoria pelo magistrado, a parte nem sempre é considerada destinatária final.

No STJ, em 2004, no Conflito de Competência n. 41.056/SP, de relatoria da Ministra Nancy Andrighi, na Segunda Seção, foi analisado um contrato entre sociedade empresária que administrava serviços de pagamento de cartão de crédito (fornecedora) e uma farmácia (consumidora). Foi adotada a teoria maximalista, ressaltando a vulnerabilidade da farmácia como consumidora em relação à fornecedora, assim como a ausência de maior porte econômico e financeiro do contrato firmado e da própria farmácia. *Verbis*:

“COMPETÊNCIA. CONTRATAÇÃO. SERVIÇO. CRÉDITO. EMPRESA. RELAÇÃO. CONSUMO. O estabelecimento comercial, no caso, uma **farmácia**, celebrou contrato de prestação de serviço de pagamento por meio de cartão de

³⁷⁶ *Ibid.*, p. 120.

³⁷⁷ *Ibid.*, p. 132.

³⁷⁸ *Idem.*

crédito com a ré. Lastreada nesse contrato, **vendeu, mediante cartão de crédito, depois de prévia consulta, medicamentos a um consumidor.** Contudo a **administradora do cartão não pagou a farmácia.** Diante da recusa, a farmácia ajuizou uma ação cujo objetivo é o pagamento de dano moral, material, emergente e lucro cessante, bem como a devolução da importância relativa à compra dos medicamentos. (...) A Seção, (...), por maioria, entendeu ser a farmácia destinatária final do serviço de crédito, portanto é o Código de Defesa do Consumidor que rege a relação negocial entre as partes e, conseqüentemente, declarou inválida a cláusula de eleição de foro para privilegiar o foro do consumidor (art. 6º, VIII, do CDC).” (STJ – 2ª Seção, CC 41.056-SP, Rel. Min. Nancy Andrighi, j. 23/6/2004) (grifos nossos)

Por outro lado, no mesmo ano, no julgamento do Recurso Especial n. 541.867, de relatoria do Min. Barros Monteiro, a 2ª Seção adotou a teoria finalista e se posicionou no sentido de não existir relação de consumo entre uma sociedade empresária revendedora de tintas e uma administradora de cartão de crédito:

“ADMINISTRADORA. CARTÃO DE CRÉDITO. INEXISTÊNCIA. RELAÇÃO DE CONSUMO. EMPRESA. (...) **a empresa administradora de cartão de crédito, por equívoco, emitiu cartão (...) com numeração de créditos errada. Assim, os valores resultantes de compras de clientes (...) foram depositados em conta de terceiros (...). Apesar de a empresa ter recebido o dinheiro, nestes autos busca indenização pelos danos materiais sofridos pelos atrasos no repasse dos créditos.** Isso posto, a questão resume-se em saber se existe ou não relação de consumo entre a administradora de cartão de crédito e a empresa que deveria receber os créditos (...). (...) a Seção, por maioria, deu provimento ao recurso da empresa administradora, reconhecendo que não há relação de consumo porque a empresa recorrida filia-se e utiliza o sistema de cartões de crédito para facilitar as vendas, ou seja, somente o usa com intuito de obter lucro, como atividade comercial. E só há relação de consumo entre a empresa e o cliente, que compra seu produto no varejo. (...) ausente a relação de consumo entre a operadora de cartões e a empresa recorrida, (...). O Min. Relator e os vencidos, reconheciam a relação de consumo e, em decorrência, a responsabilidade objetiva da empresa administradora.” (STJ – 2ª Seção, REsp 541.867-BA, Rel. Min. Barros Monteiro, j.10/11/2004) (grifos nossos)

Em nossa pesquisa jurisprudencial, percebemos que o entendimento da Corte demorou a ser pacificada. Hoje, percebemos que foi adotada a teoria finalista mitigada. Dessa forma, há a restrição da classificação de consumidor às pessoas que recorrerem ao Poder Judiciário, contudo, é sempre considerada a vulnerabilidade. Nesse sentido:

“(…) SERVIÇO DE RASTREAMENTO E COMUNICAÇÃO DE DADOS. FALHA. ROUBO DE VEÍCULO. RESCISÃO CONTRATUAL. (...) APLICAÇÃO DO CDC. RELAÇÃO DE CONSUMO. TEORIA FINALISTA MITIGAÇÃO. (...) 2. A jurisprudência desta Corte Superior tem mitigado a teoria finalista para aplicar a incidência do Código de Defesa do Consumidor nas hipóteses em que a parte, pessoa física ou jurídica, apesar de não ser tecnicamente a destinatária final do produto ou serviço, se apresenta em situação de vulnerabilidade. 3. O acórdão recorrido concluiu estarem configurados os elementos caracterizadores da responsabilidade civil, bem como que a recorrente foi a única responsável pela falha na prestação do serviço, amparado nos dados do contrato e no acervo fático-probatório dos autos. (...)” (STJ – 3ª Turma, AgRg no AREsp 601.234/DF, Rel. Ministro Marco Aurélio Bellizze, j. 12/05/2015) (grifos nossos)

Em suma, com a adoção da teoria finalista mitigada, há a incidência do CDC em relações comerciais em que a parte (pessoa física ou jurídica) nem sempre é a destinatária final, considerando-se a vulnerabilidade.

Quanto ao conceito de fornecedor, está ele definido no artigo 3º, *caput*, do CDC, junto à definição de produto e de serviço:

“Art. 3º Fornecedor é toda pessoa física ou jurídica, pública ou privada, nacional ou estrangeira, bem como os entes despersonalizados, que desenvolvem atividade de produção, montagem, criação, construção, transformação, importação, exportação, distribuição ou comercialização de produtos ou prestação de serviços.”

Não existem maiores polêmicas nos tribunais pátrios a respeito do conceito de fornecedor. Nos últimos anos, o STJ tem admitido a classificação de associações e sociedades sem fins lucrativos como fornecedoras (Recursos Especiais n. 436.815 e 519.310, de Relatoria da Ministra Nancy Andrighi).

Quanto ao tema de nosso trabalho mais especificamente, pirâmides financeiras, encontramos inúmeros julgados nos quais os magistrados entendiam as pirâmides como crimes contra a economia popular, como narrado em capítulo próprio. Contudo, ao pesquisar o mesmo tema relacionado ao crime contra a relação de consumo, não encontramos qualquer julgado no Tribunal de Justiça de São Paulo e no Superior Tribunal de Justiça.

Acreditamos que não cabe caracterizar a relação entre o *con artist* e as vítimas como de consumo. Nas pirâmides financeiras, o *con artist* vende um modelo de negócios imperdível que, na verdade, é insustentável e ilegal. As vítimas do esquema são impulsionadas a alargar a rede do negócio – como se estivesse presente o Marketing Multinível.

A pirâmide nada mais é que uma fraude contra uma coletividade em razão da venda de um produto ou de um serviço irreal, pois o rendimento que sustenta a rede advém da adesão de novos entrantes.

Combinando os conceitos firmados sobre fornecedor, consumidor e teoria finalista mitigada (aplicada hoje pelo Poder Judiciário), denotamos que, quando se trata de pirâmides financeiras, na realidade, não há que se falar em relação de consumo. O investidor, vítima, adquire (poucos) produtos para posterior revenda – não sendo destinatário final. Essa seria a premissa. Porém, na prática, o investidor apenas aumentava a rede, não revendendo produtos ou serviços. Além disso, o fornecedor (*con artist*) nem mesmo gerencia a suposta sociedade empresária, ou sua rede (Marketing Multinível).

Nesse sentido, no Tribunal de Justiça de São Paulo, na 5ª Câmara de Direito Privado, o desembargador Fábio Podestá decidiu que não se aplica lei consumerista, em razão

de a recorrente (antes revendedora) não poder ser enquadrada como destinatária final (consumidora) dos produtos:

“COMPETÊNCIA RECURSAL – Ação de rescisão contratual c.c. pedido de restituição de valores, indenização por danos materiais e morais, fundada em contrato de parceria, associação ou investimento empresarial – (...) Cuida-se de ação objetivando a rescisão contratual e a indenização por danos decorrentes de inadimplemento dos valores correspondentes a bônus avançados em contrato de associação, parceria ou investimento empresarial (o instrumento não foi trazido aos autos). **A propósito, já decidiu esta Corte, em caso semelhante ao presente, de aludida pirâmide financeira, não se amoldar o caso às relações de consumo: “(...) Não sendo o autor destinatário final dos produtos (artigo 2º, caput, do CDC), inaplicável o regime jurídico consumerista. (...) E, de fato, a autora não era destinatária final dos rastreadores adquiridos em parceria com a ré, outrossim, eram destinados ao repasse e obtenção de lucro.** E, em casos semelhantes ao presente, já decidiu esta Corte (...)” (TJSP – 5ª Câmara de Direito Privado, Ap. 1002293-95.2015.8.26.0196, Rel. Des. Fábio Podestá, j. 26/02/2016) (grifos nossos)

A par de nosso entendimento a respeito do não enquadramento de relação consumerista dentro dos membros de pirâmide financeira, devemos comentar o posicionamento do MPF a respeito desse assunto.

O MPF entende que tal fraude pode ser tipificada como crime contra relação de consumo, mais precisamente pela indução do consumidor ou do usuário ao erro, consoante dicção do artigo 7º, inciso VII, da Lei n. 8.137, de 27 de dezembro de 1990:

“Art. 7º Constitui crime contra as relações de consumo:
(...) VII - induzir o consumidor ou usuário a erro, por via de indicação ou afirmação falsa ou enganosa sobre a natureza, qualidade do bem ou serviço, utilizando-se de qualquer meio, inclusive a veiculação ou divulgação publicitária;”

Uma vez que são raros os destinatários finais de fato – ou seja, aqueles que de fato alcançam o produto ou o serviço para si – provavelmente a interpretação mais coerente seria que os consumidores seriam os membros da pirâmide financeira, pessoas que investem no suposto empreendimento.

Como apontamos, não cabe caracterizar a relação entre o *con artist* e as vítimas como de consumo, pois não há viabilidade na venda de produto ou serviço e os membros da pirâmide financeira acabam apenas por alargar a rede. Sem dúvidas, há uma indução dos membros a erro, mas nada que justifique o enquadramento de relação consumerista.

III.5 - Análise jurisprudencial

No presente capítulo, será tratado o enquadramento dos ilícitos, objeto do presente estudo, nas cortes pátrias. Para uma pesquisa mais precisa, pretendemos utilizar como fontes

de pesquisa o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP) e o Superior Tribunal de Justiça (STJ).

Em primeiro lugar, a respeito da Lei n. 1.521, de 1951, no acórdão 0069316-46.2008.8.26.0576, de relatoria do desembargador Virgílio de Oliveira Júnior, do TJSP, vale citar trecho de seu voto. Nele, o relator expõe a finalidade do legislador em promulgar a Lei da Economia Popular – moralizar a disputa comercial e tutelar os consumidores:

“(…) O legislador editou a Lei 1521/51 para moralizar a disputa comercial e tutelar os consumidores, sendo que tipificou como crime (art. 2º, IX) “obter ou tentar obter ganhos ilícitos em detrimento do povo ou de número indeterminado de pessoas mediante especulações ou processos fraudulentos (“bola de neve”, “cadeias”, “pichardismo” e quaisquer outros equivalentes)”. Examinando a legislação anterior, **ROBERTO LYRA foi incisivo (Crimes contra a economia popular, Livraria Jacinto, RJ, 1940, p. 100): “**o legislador procura criar uma atmosfera de probidade e de confiança necessária à autuação normal do desenvolvimento progressivo dos indivíduos e da função contra as ciladas dos contrafatores ou da concorrência ilícita**”. Semelhante dispositivo constava do Decreto-lei 869, de 18.11.1938 (art. 2º, III) e foi festejado por FRANCISCO CAMPOS por constituir uma “**arma contra as escamoteações e os abusos de todo gênero que se tem praticado impunemente contra a grande massa de funcionários, empregados, operários e agricultores, a quem o trabalho cotidiano não permite iniciar-se nos segredos de algumas arapucas muito conhecidas, armadas sob o manto inocente de vendas a prestação de objetos, terrenos, apólices, etc.**” (apud, Nelson Hungria, Dos crimes contra a economia popular, Livraria Jacinto, RJ, 1939, p. 195). (...)” (TJSP – 21ª Câmara de Direito Privado, Ap. 0069316-46.2008.8.26.0576, Rel. Des. Virgílio de Oliveira Júnior, j. 03/12/2012)**

Como comentado no tópico correspondente à Lei n. 1521, o Decreto-lei n. 869, de 1938, redigido por Nelson Hungria, não continha definição de economia popular, mas dispositivos sobre seus crimes. Posteriormente, sobreveio a Lei n. 1521, em 1951, também escrita por Nelson Hungria. Nela, são considerados de prima necessidade para toda a sociedade:

“Art. 2º São crimes desta natureza:
(...) Parágrafo único. Na configuração dos crimes previstos nesta Lei, bem como na de qualquer outro de defesa da economia popular, sua guarda e seu emprego **considerar-se-ão como de primeira necessidade ou necessários ao consumo do povo, os gêneros, artigos, mercadorias e qualquer outra espécie de coisas ou bens indispensáveis à subsistência do indivíduo em condições higiênicas e ao exercício normal de suas atividades. Estão compreendidos nesta definição os artigos destinados à alimentação, ao vestuário e à iluminação, os terapêuticos ou sanitários, o combustível, a habitação e os materiais de construção.**” (grifos nossos)

Os crimes contra a economia popular são crimes que atentam contra a subsistência da sociedade. O legislador se preocupou com o bem-estar da coletividade, com a dignidade humana, que a todos fosse acessível um “mínimo”.

Como leciona de maneira clara e concisa VIZEU FIGUEIREDO, podemos entender a economia popular como um “conjunto de bens capazes de proporcionar ao povo os elementos imprescindíveis à subsistência do indivíduo em condições mínimas de dignidade”³⁷⁹.

O autor faz importantes reflexões. A defesa da subsistência, ainda que em caráter individual, traz uma importância e uma vitalidade coletivas, visando a existência digna de toda uma sociedade³⁸⁰. A subsistência passou a destacar um papel coletivo, metaindividual.

Com o passar dos anos e a mudança de governos, “a política consumerista foi substituído lógico da preocupação estatal com a subsistência do cidadão”³⁸¹.

Na esfera da economia popular, protege-se a aquisição e a guarda de bens de primeira necessidade da sociedade. Sob os olhos do Estado, na relação de consumo, há de se proteger a liberdade de opção de compra de bens de primeira necessidade sempre, assim como assegurar acesso ao consumidor às características e às informações relativas aos bens tem a intenção de adquirir³⁸².

No geral, há diversos crimes contra a economia popular que se relacionam ao direito consumerista. Quiçá alguns incisos do artigo 2º se insiram nessa concepção³⁸³. No entanto, como se verá abaixo, não há configuração de relação de consumo em plano de MMN, esquema Ponzi ou pirâmides financeiras.

Tendo como fonte dezenas de processos judiciais, pudemos perceber que, muitas vezes, os autores – também recorrentes (que acabaram por recorrer da sentença por diversos motivos, a exemplo da não concessão de danos morais) – acessaram a Justiça por estelionato ou por pedir a nulidade do negócio jurídico e a consequente devolução dos valores investidos (até mesmo em dobro algumas vezes). Contudo, raramente os autores afirmavam que houve formação de pirâmide financeira ou mesmo de esquema Ponzi desde o início. Na realidade, apenas em segundo grau, o/a Relator/a trouxe essa questão, esse crime contra a economia popular, como veremos a seguir.

³⁷⁹ VIZEU FIGUEIREDO, Leonardo. **Direito Econômico**. 10ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. P. 512.

³⁸⁰ Idem.

³⁸¹ Idem.

³⁸² Idem.

³⁸³ Nesse sentido: “Art. 2º. São crimes desta natureza: (...) V - misturar gêneros e mercadorias de espécies diferentes, expô-los à venda ou vendê-los, como puros; misturar gêneros e mercadorias de qualidades desiguais para expô-los à venda ou vendê-los por preço marcado para os de mais alto custo; VI - transgredir tabelas oficiais de gêneros e mercadorias, ou de serviços essenciais, bem como expor à venda ou oferecer ao público ou vender tais gêneros, mercadorias ou serviços, por preço superior ao tabelado, assim como não manter afixadas, em lugar visível e de fácil leitura, as tabelas de preços aprovadas pelos órgãos competentes; VII - negar ou deixar o vendedor de fornecer nota ou caderno de venda de gêneros de primeira necessidade, seja à vista ou a prazo, e cuja importância exceda de dez cruzeiros, ou de especificar na nota ou caderno - que serão isentos de selo - o preço da mercadoria vendida, o nome e o endereço do estabelecimento, a firma ou o responsável, a data e local da transação e o nome e residência do freguês; (...)”

Passemos a algumas ementas.

Pelo que se depreende do acórdão da Apelação 0025198-19.2012.8.26.0002, os réus, que geriam esquema piramidal, prometiam investimento a ser aplicado em ações na Bolsa de Valores. Ainda em primeiro grau, o magistrado entendeu que o investidor entregou seu capital assumindo o risco de perda, de modo que não poderia responsabilizar os réus. O então apelante recorreu por entender que foi vítima de estelionato e que os réus deveriam revelar o destino do capital investido, o que não havia sido feito. Diante dos contratos e das operações demonstradas, o desembargador relator entendeu que havia, de fato, um esquema de pirâmide financeira. Compilamos a seguir o julgado:

“*(...) CAPTAÇÃO DE RECURSOS COM PROMESSA DE APLICAÇÃO EM MERCADO DE AÇÕES. AUSÊNCIA DE DEMONSTRAÇÃO DO DESTINO DADO AO DINHEIRO ENTREGUE PELO AUTOR. SUSPEITA DE DESENVOLVIMENTO DE ESQUEMA DE “PIRÂMIDE FINANCEIRA. (...)
1. O autor comprovou que entregou vultosa quantia ao réu (...). **Os réus, (...), confessam que arrecadavam dinheiro para aplicação no mercado de ações.** E não infirmaram o depósito acima mencionado. **2. Suspeita-se da prática de sistema de pirâmide ou cadeia, no qual o aderente precisa arregimentar novos subscritores para receber bonificação. A prática é condenada pelo disposto no art. 2º, IX, da Lei 1.521/51.** 3. Seja como for, como os réus não demonstraram o destino dado ao dinheiro do autor, cabível sua condenação na restituição, pena de enriquecimento indevido. Recurso provido.*” (grifos nossos) (TJSP – 14ª Câmara de Direito Privado, Ap. 0025198-19.2012.8.26.0002, Rel. Des. Melo Colombi, j. 27/08/2015.)

Quanto à definição de pirâmide financeira, muitos são os acórdãos que explicitam essa modalidade criminosa, enquadrando-a à Lei de Economia Popular e relacionando-a ao modelo de Marketing Multinível, como seu meio de formação:

“(...) Contrato de prestação de serviço de hospedagem de site de compras que acoberta agenciamento de vendas na modalidade “pirâmide financeira”. Sistema da “OMNI International”. Marketing abusivo e ilusório que envolve o consumidor na aquisição de serviço. Conduta enganosa. Precedentes desta E. Corte. Negócio jurídico nulo. Promessa de lucros não obtidos, que decorreriam de venda do espaço virtual a terceiros. Vedação. Crime contra a economia popular. Lei nº 1.521/51. (...), o quadro fático demonstra nítido esquema de “pirâmide negocial”, prática vedada pelo ordenamento pátrio, constituindo, inclusive, ilícito penal (artigo 2º, inciso IX, da Lei 1521/51). (...) Neste esquema, participantes são convidados a comparecer em uma reunião na presença de profissionais com alto potencial persuasivo e habilidades de marketing fora do comum, que apontam a adesão ao sistema como a solução aos problemas financeiros do convidado, que se vê levado a comprar um pacote de serviços de alto valor. (...) Aduzem os representantes da apelada que o “investimento” inicial é rapidamente recuperado, bastando que se indique para a adesão ao sistema outras pessoas e, com a efetivação do negócio com a pessoa indicada, determinada quantia em dinheiro é transferida àquele que indicou. (...) A falsa expectativa de lucro substancia verdadeira fraude, havendo, inclusive, ilícito penal. (...)” (grifos nossos) (TJSP – 3ª Câmara Extraordinária de Direito Privado, Ap. 9151314-59.2008.8.26.0000, Rel. Des. Hélio Nogueira, j. 28/11/2013)

“(...) Contratos de credenciamento de ecoempreendedor e de compra e venda de árvores em pé. Legitimidade passiva da empresa fornecedora da marca Luvre.

Marketing multinível. Negócio que caracteriza a denominada pirâmide financeira. Precedentes deste Tribunal. (...). Recurso provido em parte. (...) A atividade fim trata de prática de multiplicação, identificada como **pirâmide financeira, mediante adesão de interessados,** tal como vem sendo reconhecido em precedentes jurisprudenciais, com coligação entre todos os participantes. A situação demonstrada nos autos é de **denúncias recíprocas entre os corréus e evidentes riscos ao investidor, o que justifica a rescisão, com a respectiva multa.** (...) **Há aparente legalidade no que se denomina de 'marketing multinível', mas a prática desenvolvida é de uma rede de investidores baseada na construção de uma 'pirâmide financeira', com foco no recrutamento de pessoas denominadas ecoempreendedores, sendo prometido lucro aos investidores por realizarem captação de outras pessoas para o sistema.** (...)” (grifos nossos) (TJSP – 32ª Câmara de Direito Privado, Ap. 1021291-41.2014.8.26.0554, Rel. Des. Kioitsi Chicuta, j. 23/01/2019)

No mesmo sentido: TJSP – 28ª Câmara de Direito Privado, Ap. 1022726-50.2014.8.26.0554, Rel. Des. Gilson Delgado Miranda, j. 17/04/2018; TJSP, Ap. 1017125-13.2014.8.26.0506, Rel. Des. Ruy Coppola, j. 12/11/2015; TJSP – 4ª Câmara de Direito Privado, Ap. 3004716-78.2008.8.26.0506, Rel. Des. Enio Zuliani, j. 07/07/2011; TJSP – 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Ap. 0002073-86.2014.8.26.0346, Rel. Des. Enio Zuliani, j. 31/08/2016; e TJSP – 7ª Turma Cível do Colégio Recursal, RI 1005064-72.2013.8.26.0016, Rel. J. Christopher Alexander Roisin, j. 17/01/2014.

Como podemos perceber, as características das pirâmides se tornam palpáveis por meio dos julgados – falsa expectativa de lucro e compra de produtos de alto valor como forma de entrada no empreendimento.

Outrossim, como não há licitude no objeto ou no negócio jurídico, no plano de Marketing e no suposto empreendimento, conforme é possível se observar nos julgados, há de se declarar a nulidade do contrato firmado em razão de simulação (artigos 167 e 166, II, do Código Civil). Isto é, diante do desvio de finalidade compactuada entre as partes, há de se declarar a nulidade por simulação.

Há casos de ofertas irregulares de valores mobiliários. Antes mesmo do processo judicial, a CVM já determinava suspensão de tais ofertas. Nesse sentido:

“(…) Inside Administradora e Participações Ltda, (...) passou a **oferecer aplicações de rentabilidade mensal convidativa mediante celebração simulada de contratos de sociedade em conta de participação, em verdadeiro esquema de “pirâmide financeira”**, até que em outubro de 2013 os investidores se viram impossibilitados de resgatar o capital empreñado e os respectivos lucros imobiliários. (...) Em reforço, **o colegiado da Comissão de Valores Mobiliários CVM determinou por meio da Deliberação CVM nº 704/13 a imediata suspensão da veiculação no Brasil de qualquer oferta de serviços de administração de carteiras de valores mobiliários** pela Inside Administradora e Participações Ltda. - ME, Inside Gestão de Recursos Ltda. e por Edmar de Assis, Edmilson de Assis e Anderson de Almeida. (...) É sabido que este esquema fraudulento conhecido como **“pirâmide financeira”** constitui crime contra a economia popular, já que **há um prejuízo econômico a um número incalculável de cidadãos que possuem a falsa ilusão de obter vantagens, sem estarem cientificados do verdadeiro intuito da ré.** (...) **Portanto, se o negócio tem**

finalidade oblíqua àquela assinalada, esta fraude deve ser coibida, e por consequência declarada a nulidade do contrato, ante a simulação praticada (art. 167, § 1º, II, CC).” (grifos nossos) (TJSP – 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Ap. 1006516-13.2014.8.26.0007, Rel. Des. Enio Zuliani, j. 13 set. 2017)

Também pudemos observar nos acórdãos que não se faz uma distinção entre pirâmide financeira e esquema Ponzi infelizmente:

“RECURSO APELAÇÃO CÍVEL - PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS PUBLICIDADE E COMUNICAÇÃO MARKETING MULTINÍVEL COM PROMESSA DE REMUNERAÇÃO - TELEX FREE - AÇÃO DE RESOLUÇÃO CONTRATUAL CUMULADA COM REPARAÇÃO DE DANOS MORAIS – (...) **Contratação de negócio jurídico dissimulado (marketing multinível) tendente a encobrir operação fraudulenta de investimento do tipo esquema em pirâmide (esquema de Ponzi).** Negócio jurídico maculado por dolo da contratada. (...) O requerente pretende a anulação do negócio jurídico firmado com a requerida – marketing multinível - por, em tese, tratar-se de negócio dissimulado, tendente a encobrir **sofisticada operação fraudulenta de investimento do tipo esquema em pirâmide (“esquema de Ponzi”), que envolve pagamento de rendimentos normalmente altos aos investidores à custa do dinheiro pago pelos investidores que chegam posteriormente, em vez de receita gerada por qualquer negócio real, como se esperava com a operação de marketing multinível, em que a maior parte da receita deveria advir da venda de produtos e serviços (...).**” (grifos nossos) (TJSP – 25ª Câmara de Direito Privado, Ap. 1013612-37.2014.8.26.0506, Rel. Des. Marcondes D’Angelo, j. 09/11/2017)

Não podemos nos esquecer que os ilícitos pirâmide financeira e esquema Ponzi são diferentes e têm meios distintos de funcionamento.

No esquema Ponzi, o *con artist* oferece uma grande oportunidade de investimento, algo extraordinário. Não há investimento, apenas uma aparência. Os recursos são entregues a uma pessoa (*con artist*) que lhes promete restituir os valores com grande rentabilidade, porém, o capital permanece no empreendimento ilegal. Tais recursos injetados são repassados entre eles mesmos, em pequenas porcentagens, a título de rendimento.

A fraude pode ser detectada quando os capitais injetados pelos investidores são repassados, pelo *con artist*, entre eles mesmos, em pequenas porcentagens, a título de rendimento – considerando a promessa de investimento.

Quanto à pirâmide financeira, em linhas gerais, trata-se de um delito para captação de recursos públicos, travestido de Marketing Multinível. Os envolvidos no empreendimento (ilegal) não são remunerados pela venda de produtos ou serviços, mas pelo recrutamento de novos entrantes.

Em ambos os delitos, é necessária expansão constante para que sobrevivam. Contudo, eles não deixam de ser insustentáveis e, inevitavelmente, ruem.

Apesar de terem diferentes funcionamentos, os esquemas Ponzi e as pirâmides financeiras ainda se enquadram no artigo 2º, inciso IX, da Lei n. 1.521, de 1951.

No mesmo sentido: TJSP – 34ª Câmara de Direito Privado, Ap. 0059255-69.2013.8.26.0506, Rel. Des. Gomes Varjão, j. 22/03.2017; TJSP – 29ª Câmara de Direito Privado, Ap. 1004572-20.2016.8.26.0196, Rel. Des. Maria Cristina de Almeida Bacarim, j. 27/11/2019; e TJSP – 14ª Câmara de Direito Privado, Ap. 1003373-44.2017.8.26.0481, Rel. Lígia Araújo Bisogni, j. 08/06/2018.

Quanto à aplicação ou não de lei consumerista, devemos nos questionar se a relação em questão se trata de relação empresária ou de relação de consumo.

Segundo o Código de Defesa do Consumidor (CDC), artigo 2º, consumidor é a “pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final”. O parágrafo único do mesmo artigo equipara a consumidor a “coletividade de pessoas, ainda que indetermináveis, que haja intervindo nas relações de consumo”. O artigo 17 determina que se equiparam a consumidor “todas as vítimas” de certo evento. Ainda, o artigo 29 indica que se equiparam a consumidor “todas as pessoas determináveis ou não, expostas às práticas” comerciais danosas.

De outro lado, é definido como fornecedor:

“toda pessoa física ou jurídica, pública ou privada, nacional ou estrangeira, bem como os entes despersonalizados, que desenvolvem atividade de produção, montagem, criação, construção, transformação, importação, exportação, distribuição ou comercialização de produtos ou prestação de serviços” (artigo 3º, caput, do CDC).

Em breves linhas, podemos dizer que o STJ adota a teoria finalista no que diz respeito à relação de consumo, tendo como base o Recurso Especial n. 215.808. Por meio dessa teoria, delimita-se o alcance do destinatário final, através do qual consumidor seria “não profissional”, que adquire ou utiliza serviço ou produto.

Combinando os conceitos firmados sobre fornecedor, consumidor e teoria finalista, denotamos que, quando se trata de pirâmides financeiras e esquemas Ponzi, na realidade, não há que se falar em relação de consumo. O investidor, vítima, adquire produtos para posterior revenda – não sendo destinatário final (no caso de pirâmide financeira). Nesse sentido, o desembargador Fábio Podestá decidiu que não se aplica lei consumerista, em razão de a recorrente (antes revendedora) não poder ser enquadrada como destinatária final (consumidora) dos produtos:

*“COMPETÊNCIA RECURSAL – Ação de rescisão contratual c.c. pedido de restituição de valores, indenização por danos materiais e morais, fundada em contrato de parceria, associação ou investimento empresarial – (...) Cuida-se de ação objetivando a rescisão contratual e a indenização por danos decorrentes de inadimplemento dos valores correspondentes a bônus avençados em contrato de associação, parceria ou investimento empresarial (o instrumento não foi trazido aos autos). **A propósito, já decidiu esta Corte, em caso semelhante ao presente, de***

aludida pirâmide financeira, não se amoldar o caso às relações de consumo: “(...) Não sendo o autor destinatário final dos produtos (artigo 2º, caput, do CDC), inaplicável o regime jurídico consumerista. Contrato de adesão. Enunciados nos 167, 171 e 172 da III Jornada de Direito Civil. Precedentes do STJ sobre cláusula de eleição de foro em contrato de adesão. Dificuldade de acesso à Justiça. Suposta 'pirâmide financeira'. [...]” (CC 0072980-57.2014.8.26.0000, Câmara Especial, rel. Des. Roberto Maia, j. 23.03.2015) **E, de fato, a autora não era destinatária final dos rastreadores adquiridos em parceria com a ré, outrossim, eram destinados ao repasse e obtenção de lucro.** E, em casos semelhantes ao presente, já decidiu esta Corte (...).” (TJSP – 5ª Câmara de Direito Privado, Ap. 1002293-95.2015.8.26.0196, Rel. Des. Fábio Podestá, j. 26/02/2016)

Quanto aos julgamentos realizados no âmbito do STJ, percebemos também que a pirâmide financeira é chamada de esquema Ponzi, além de se mascarar por trás de Marketing Multinível – assim como nos julgados já compilados:

“RECURSO ORDINÁRIO EM HABEAS CORPUS. **CRIME CONTRA A ECONOMIA POPULAR. "PIRÂMIDE FINANCEIRA"**. TRANCAMENTO DA AÇÃO PENAL. FALTA DE JUSTA CAUSA. INÉPCIA DA DENÚNCIA. INOCORRÊNCIA. RECURSO IMPROVIDO. (...) 2. Neste caso, a denúncia narra que o recorrente supostamente atuava na direção de grupo empresarial destinado à **obtenção de ganhos ilícitos em detrimento de consumidores mediante esquema conhecido como Esquema Ponzi, ou "pirâmide financeira", disfarçada de marketing multinível.** 3. **Ainda que esta Corte, em julgamento anterior, tenha excluído a imputação de crimes contra o mercado de capitais e contra o sistema financeiro nacional, remanesceu a possibilidade de imputar ao recorrente a prática de delitos contra a economia popular, de modo que fica preservada a higidez da denúncia quanto a esse ponto.** (...) 5. Recurso ordinário improvido.” (grifos nossos) (STJ – 5ª Turma, RHC 111.187/SP, Rel. Ministro Reynaldo Soares da Fonseca, j. 18/02/2020)

Concordamos com o posicionamento do STJ no que concerne à não imputação de crimes contra o mercado de capitais e o sistema financeiro.

Entendemos que os crimes contra o sistema financeiro atentam contra a indústria financeira em si, que englobam um conjunto de instituições, sejam elas monetárias, financeiras, bancárias, etc. Já os crimes contra a economia popular atentam contra a os recursos públicos e, consequentemente, contra a subsistência e o bem-estar da sociedade.

No que concerne os crimes contra o mercado de capitais, observamos que se tratam de crimes contra a saúde do mercado e principalmente dos preços dos ativos. Há semelhanças entre a economia popular e o mercado de capitais, pois há captação de recursos públicos – contudo, no segundo, há financiamento de sociedades anônimas. De todo modo, os delitos têm diferentes contextos.

Segundo o Ministro Nefi Cordeiro, há de se distinguir o estelionato do crime contra a economia popular, em razão do direcionamento a vítimas determinadas ou indeterminadas – entendimento do qual compartilhamos. No caso do estelionato, a vítima a de ser determinada e, no caso de crime contra a economia popular, não há vítima determinada. *Verbis:*

“(…) ESTELIONATO E PIRÂMIDE FINANCEIRA. DISTINÇÃO. DESCLASSIFICAÇÃO PARA O ART. 2º, IX, DA LEI N. 1.521/51. (...) 1. Tendo a denúncia imputado que o agente e a corré utilizavam de meios fraudulentos para a obtenção de vantagem indevida em chamamento público (de pessoas físicas ou jurídicas) pela internet (...), verifica-se convocação genérica, a vítimas indeterminadas – dano ao dinheiro popular. **2. Distingue-se o estelionato** (art. 171 do Código Penal) **do crime de ganhos fraudulentos em detrimento do povo ou de número indeterminado de pessoas** (art. 2º, IX, da Lei n. 1.521/51) **pelos direcionamentos a vítimas determinadas ou indeterminadas. 3. Dando-se direcionamento genérico, pela internet**, a pessoas físicas ou até jurídicas, **a localização de algumas das vítimas não transmuta o crime contra a economia popular em estelionato, nem gera concurso de crimes, pois mero conflito aparente de normas.** (...)” (grifos nossos) (STJ – 6ª Turma, HC 464.608/PE, Rel. Ministro Nefi Cordeiro, j. 27/11/2018)

Cabe ressaltar que, conforme a Súmula n. 498 do Supremo Tribunal Federal (STF), compete à Justiça Estadual o processamento e o julgamento de crimes contra a economia popular: “[c]ompete à Justiça dos Estados, em ambas as instâncias, o processo e o julgamento dos crimes contra a economia popular”. Nesse sentido:

“CONFLITO NEGATIVO DE COMPETÊNCIA. **JUSTIÇA FEDERAL X JUSTIÇA ESTADUAL. INQUÉRITO POLICIAL. INVESTIMENTO DE GRUPO EM CRIPTOMOEDA. PIRÂMIDE FINANCEIRA. CRIME CONTRA A ECONOMIA POPULAR. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA ESTADUAL.** (...) 4. Na espécie, o Juízo Estadual suscitado discordou da capitulação jurídica de estelionato, mas deixou de verificar a prática, em tese, de crime contra a economia popular, cuja apuração compete à Justiça Estadual nos termos da Súmula 498 do Supremo Tribunal Federal – STF. (...) o Juízo suscitado não demonstrou especificidades do caso que revelassem conduta típica praticada em prejuízo a bens, serviços ou interesse da União. (...) diante da ausência de elementos que revelem ter havido evasão de divisas ou lavagem de dinheiro em detrimento a interesses da União, os autos devem permanecer na Justiça Estadual. 5. Conflito conhecido para, considerando o atual estágio das investigações documentado no presente incidente, **declarar a competência do Juízo de Direito da 2ª Vara Criminal de Jundiáí**, o suscitado.” (grifos nossos) (STJ – 3ª Seção, CC 170.392/SP, Rel. Min. Joel Ilan Paciornik, j. 10/06/2020)

“PENAL. **“PIRÂMIDE FINANCEIRA”. COMPETÊNCIA. INEXISTÊNCIA DE CRIME CONTRA O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. DELITO EM TESE CONTRA A ECONOMIA POPULAR/ESTELIONATO. PREJUÍZO SUPORTADO POR PARTICULARES. COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA ESTADUAL.** 1. As operações denominadas de “pirâmide financeira”, sob o disfarce de “marketing multinível”, (...), não constituem atividades financeiras para fins de incidência da Lei n. 7.492/1986, tampouco delito contra o mercado de capitais (Lei n. 6.365/76). **2. Embora a prática não configure crime contra o Sistema Financeiro Nacional, o eventual dano causado a particulares pode ser tipificado como delito contra a economia popular, quicá estelionato, de competência da Justiça estadual.** 3. Habeas corpus deferido para, ratificando a liminar, conceder a ordem para determinar a remessa dos autos à Justiça Estadual.” (grifos nossos) (STJ – 5ª Turma, HC 293.052/SP, Rel. Min. Walter de Almeida Guilherme (desembargador convocado do TJ/SP), j. 05/02/2015).

O seguinte acórdão tratou lide semelhante da mesma forma: TJSP – 29ª Câmara de Direito Privado, Ap. 1004572-20.2016.8.26.0196, Rel. Des. Maria Cristina de Almeida Bacarim, j. 27/11/2019.

Na Constituição da República Federativa do Brasil, em seu artigo 109, inciso VI, os juízes federais são incumbidos de julgar “crimes contra (...) o sistema financeiro e a ordem econômico-financeiro”, não se menciona crimes contra a economia popular. Por terem certa afinidade, poderíamos pensar que os crimes contra a economia popular se enquadrariam nesse inciso. Porém, conforme a Súmula n. 498 do STF, assim como podemos observar nas ementas acima, os crimes contra a economia popular devem ser processados e julgados pela Justiça Estadual.

Quanto à última ementa compilada, vale um breve comentário. No item 2, o Ministro Walter de Almeida Guilherme entende que a pirâmide financeira é delito contra a economia financeira, “quicá estelionato”. Respeitosamente, discordamos de tal posição.

Como expõe VIZEU FIGUEIREDO, a economia popular é um “conjunto de bens capazes de proporcionar ao povo os elementos imprescindíveis à subsistência do indivíduo em condições mínimas de dignidade”³⁸⁴. Isto é, a economia popular tem como base uma coletividade – um número indeterminado de pessoas. Dessa forma, não há que se falar em lesão direcionada a uma pessoa ou a um grupo específico.

Segundo PRADO, o sujeito passivo do estelionato “pode ser qualquer pessoa, natural ou jurídica – aquela que sofre a lesão patrimonial”³⁸⁵. Sendo assim, o sujeito passivo não é coletividade, grupo indeterminado.

Podemos dizer que o estelionato se trata de fraude contra pessoa ou grupo de pessoas determinadas. Por outro lado, os crimes contra a economia popular atentam contra coletividade, número indeterminado de pessoas, pois o *con artist* pretende captar recursos públicos.

Observando os julgados compilados, entendemos que as posições do Judiciário são razoáveis. A declaração de nulidade do negócio jurídico em razão de simulação é vital para firmar que houve, de fato, um desvio de finalidade e ilicitude de objeto. A não aplicação de lei consumerista e não imputação de crimes contra o mercado de capitais e contra o sistema financeiro resguardam a essência da economia popular e suas normas. A não configuração de estelionato é essencial, pois o alcance de vítimas nesse delito é determinado, específico. Por fim, nos casos de conflito de competência expostos, compactuamos com o entendimento de que a Justiça Estadual deve julgar as lides relativas à economia popular.

³⁸⁴ VIZEU FIGUEIREDO, Leonardo. **Direito Econômico**. 10ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. P. 512.

³⁸⁵ PRADO, Luiz Regis. **Tratado de Direito Penal: parte especial – arts. 121 a 249 do CP**, v. 2. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. P. 394.

CONCLUSÃO

Qualquer sociedade empresária sofre com flutuações na economia, questões com seu público alvo, dificuldades em se atualizar, etc. Há a necessidade de uma atualização constante para que uma sociedade não quede desatualizado ou não sofra contratempos em razão de seu modelo de negócios. Contudo, percebemos que pirâmides financeiras e esquemas Ponzi não sofrem intemperes durante suas “vidas”.

No sistema capitalista em que vivemos, há sempre fatores que atingem qualquer sociedade empresária. De acordo com DE PAULA, há quatro condições que podem abalar qualquer empreendedor: (i) concorrência, (ii) lucro, (iii) mercado (relativo a consumo) e (iv) tecnologia³⁸⁶.

A livre concorrência, prevista na Carta Magna, é fundamento de nossa República e de nossa ordem econômica³⁸⁷. O autor expõe que ela é pilar da sociedade capitalista e possui duas vertentes: “de um lado de todos se dedicarem às atividades econômicas, observadas as restrições legais (...); de outro lado, é necessária uma legislação forte no sentido de não permitir atividades anticoncorrenciais (...)”³⁸⁸. Nesse quesito, já percebemos que um con artist já age contra a economia popular e também não precisa se preocupar com a concorrência.

Quanto ao lucro, sem dúvidas, se trata de força motriz em nossa ordem econômica. Quando há expectativa de lucro, as pessoas investem nos empreendimentos.

O consumo é o que determinará a trajetória, o êxito do empreendimento. Nesse ponto, o autor explica que *fake news* podem fazer com que as vendas o faturamento do empreendimento despenque. Os exemplos citados foram o da Coca-Cola, com fotos (falsas) divulgadas na *internet*, que mostravam que havia insetos em garrafas do refrigerante; assim como o do McDonald’s com rumores sobre minhocas em seus hambúrgueres³⁸⁹. Uma sociedade empresária sólida pode se reerguer quando *fake news* ocorrem, contudo, pirâmides ou esquemas Ponzi não se reerguem após tal abalo.

³⁸⁶ DE PAULA, Luiz Gonzaga Modesto. **O princípio da inerência do risco na atividade empresarial**. Tese de doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como requisito para a obtenção do título de Doutor, sob a orientação do Professor Doutor José Roberto D’Affonseca Gusmão. São Paulo, 2019. P. 134.

³⁸⁷ “Art. 1º A República Federativa do Brasil, formada pela união indissolúvel dos Estados e Municípios e do Distrito Federal, constitui-se em Estado Democrático de Direito e tem como fundamentos: (...) IV - os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa; (...) Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: (...)”

³⁸⁸ DE PAULA, op. cit., p. 134.

³⁸⁹ Idem.

Por fim, há a tecnologia. Toda sociedade empresária que se encontra defasada nesse quesito pode vir a sofrer consequências no mercado, principalmente no que concerne ao consumo.

Em razão dos fatores que podem afetar as sociedades empresárias, não há dúvidas que há um risco então envolvido. Como DE PAULA afirma, o investidor deve se orientar pela consciência de risco do empreendimento e pela noção de custos da operação^{390 391}. Trata-se de parte do planejamento estratégico do processo de tomada de decisões empresariais, da proteção dos ativos e da criação de valor da companhia³⁹².

Como DE PAULA expõe, qualquer sociedade empresária está exposta a um risco empresarial complexo em razão de vivermos numa sociedade capitalista. Os “empreendimentos” propostos por *con artists* a participantes, vítimas, não sofrem tal risco por não ter um objeto empresarial em si, por não ter uma atividade empresarial (uma empresa). Os idealizadores propagam que o empreendimento sempre trará altos rendimentos, apesar de a situação econômica nem sempre ser favorável ou mesmo de o mercado ser volátil. Trata-se de fraude³⁹³ repassada ao participante ou à vítima.

No Brasil, os esquemas Ponzi e as pirâmides financeiras são delitos pouco tratados no âmbito jurídico, tanto é que existem diversos posicionamentos a respeito dos possíveis enquadramentos dentro das instituições públicas. Há uma verdadeira miscelânea de entendimentos a respeito do enquadramento penal desses crimes, como já retratamos nesse trabalho.

Já foram perpetrados milhares desses delitos no mundo, centenas no Brasil, de acordo com divulgação da Comissão de Valores Mobiliários, como já compilado³⁹⁴. Milhares de investidores brasileiros foram prejudicados em bilhões de reais. É imprescindível a tutela do

³⁹⁰ DE PAULA, Luiz Gonzaga Modesto. **O princípio da inerência do risco na atividade empresarial**. Tese de doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como requisito para a obtenção do título de Doutor, sob a orientação do Professor Doutor José Roberto D’Affonseca Gusmão. São Paulo, 2019. P. 139.

³⁹¹ Na realidade, o risco não deve ser informado apenas ao investidor, mas deve ser assumido pelo empregador perante o empregado, segundo a Consolidação das Leis do Trabalho (Decreto n. 5.452, de 1943): “Considera-se empregador a empresa, individual ou coletiva, que, assumindo os riscos da atividade econômica, admite, assalaria e dirige a prestação pessoal de serviço.

³⁹² DE PAULA, op. cit., p. 140.

³⁹³ Devemos lembrar que, na Lei n. 1.521, de 1951, é previsto “processo fraudulento”, sinônimo de fraude: “Art. 2º. São crimes desta natureza: (...) IX - obter ou tentar obter ganhos ilícitos em detrimento do povo ou de número indeterminado de pessoas mediante especulações ou **processos fraudulentos** (“bola de neve”, “cadeias”, “pichardismo” e quaisquer outros equivalentes);” (grifos nossos).

³⁹⁴ Sem dúvidas, o crime contra a economia popular cresceu com o advento da *internet*. Como COLLINS JR. expressou: “[l]ike the mythical Hydra, the resilient pyramid sales monster seems to grow two heads for every one the courts lop off” (COLLINS JR., James P. **Pyramid Sales Participants: Victims or Perpetrators**. Philadelphia: Temple Law Review, v. 47, 1974, p. 697).

Estado para protegê-los, assim como proteger, ao menos, a confiança no mercado de valores mobiliários e os interesses dos investidores, em alguns casos.

Trouxemos os maiores casos para que fosse possível vislumbrar a magnitude de esquemas que afetam diretamente a poupança pública. No caso de Bernard Madoff, observamos como um esquema Ponzi pode perdurar por décadas, em escala global, mesmo havendo um *enforcement* adequado. No caso de Portugal, também duradouro, vimos como uma *con artist* se aproveitou da situação frágil da economia para atrair “investimentos”. No caso da Albânia, percebemos claramente como pirâmides financeiras, podem causar uma crise socioeconômica grave e uma bolha econômica. Já nos dois casos brasileiros, nos esquemas Ponzi, apesar de não conseguirmos acesso aos autos judiciais (físicos), ficou claro como podem ser perpetrados esquemas no ambiente de bolsa por meio de contratos de investimento coletivo.

Entendemos que devem ser aplicados o tipo penal da Lei n. 1.521, de 1951 a esses delitos, em razão de tutelar os recursos públicos, e, felizmente, percebemos que esses delitos são julgados conforme tal lei. Apesar de ser antiga, a Lei da Economia Popular é a única que tutela a captação da poupança pública e pune os agentes desses tipos de delito propriamente. Não vislumbramos como outra lei pode tutelar o recurso popular.

Talvez, muitos entendam a possibilidade de tutela pelas leis já mencionadas – Lei n. 7.492, Lei n. 6.385 e Lei n. 8.137 – por serem mais recentes e, logo, terem punições mais condizentes com o tempo em que vivemos. Como cediço, a Lei da Economia Popular, em seu artigo 2º, tem como pena “detenção, de 6 (seis) a 2 (dois) anos, e multa, de dois mil a cinquenta mil cruzeiros”. Convenhamos, tal pena é deveras defasada para nosso contexto – uma sociedade onde a *internet* é um difusor de delitos.

Como afirmamos durante este trabalho, muitos dos participantes, vítimas dos delitos, não têm conhecimento no que estão realmente injetando seus recursos. Eles têm uma falsa ideia, lhes é vendido um empreendimento com altíssimo retorno que não existe. Ou seja, eles não têm conhecimento algum do risco.

Entretanto, os participantes dos primeiros níveis das pirâmides financeiras, ou os primeiros participantes dos esquemas Ponzi, por vezes, têm conhecimento do crime em si. Logo, são partícipes, devendo estar na ação persecutória, junto ao *con artist*.

No Brasil, percebemos nos julgamentos analisados, que apenas os idealizadores dos supostos empreendimentos são realmente acusados e condenados. Contudo, questionamos: será que os primeiros participantes nos esquemas Ponzi e nas pirâmides financeiras são sempre inocentes ou têm conhecimento da ilegalidade do suposto empreendimento?

De acordo com COLLINS JR., tais participantes deveriam também ser condenados. Na realidade, em seu artigo escrito em 1974, o autor já citava casos julgamentos em cortes norte-americanas nesse sentido.

Concordamos com o autor no sentido de que aquele participante (ciente da ilegalidade do empreendimento) deve também ser condenado, a fim de proteger o público – pensando em situações futuras também. Ou seja, a responsabilidade não deve recair apenas na origem do empreendimento ilegal, mas também nas primeiras camadas – o *con artist* é aquele que cessará mais dificilmente as operações, mesmo havendo questões legais, pois sempre terá rendimentos garantidos; já o participante pode perder todo o capital que injetou no empreendimento, assim como o “estigma” de ter participado do esquema. O participante, principalmente nas primeiras camadas, é um instrumento para que a fraude se perpetue. Discordamos apenas do autor no ponto de que todos os participantes devam ser envolvidos em ação persecutória. *Verbis*:

“It is times for a participant-oriented approach to protect the public from the participant and the participant from himself. Statutory liability should be imposed not only upon origination of a pyramid sales scheme but more importantly upon participation – buying and selling. The originator is the one least likely to be deterred by threats of legal liability since even if the scheme is aborted early he is guaranteed profits. The participant who must weight not only the loss of his investment but also the stigma of participation in an illegal venture, and the possibility of a fine and/or disgorging of gains, is in a different position. Nor is he an illogical or inequitable target. He is absolutely essential to the scheme, an instrumentality of the fraud. Whether he acts with naivete or with cunning, the result is the same – others are created. Heretofore the strategy has been to dismantle the pyramid after the harm has been done. The better approach is to act prospectively and deny the pyramid architect his building blocks.”³⁹⁵

Segundo COLLINS JR., no *case Knight v. Linzey*, um participante (Knight) tinha conhecimento da ilegalidade do esquema e a corte assim reconheceu:

“But if Knight knew it was a fraud and went into it solely for the purpose of making money out of it knowing that if he made any money some innocent third party must be defrauded thereby, ... the law will not permit him to recover back from Linzey what he paid to him, as it would be money knowingly paid in furtherance of fraud.”³⁹⁶

A par do caso mencionado, encontramos entendimento semelhante em *Kugler v. Koscot Interplanetary, Inc.*:

“All who get gain by fraud must bear the legal consequences of the wrong they do. When a fraud is committed in the name, and under cover a corporation, by persons having the right to speak for it, for their personal gain and benefit, they are bound to

³⁹⁵ COLLINS JR., James P. **Pyramid Sales Participants: Victims or Perpetrators**. Philadelphia: Temple Law Review, v. 47, 1974, p. 703 e 704.

³⁹⁶ *Ibid.*, p. 704 e 705.

*answer personally for their wrongful acts. Their tongues uttered the false words and their purses should pay the damages.*³⁹⁷

A par da questão do envolvimento dos participantes, não devemos nos esquecer de que o *con artist* também quebra a boa-fé, princípio norteador de todo e qualquer contrato, relação jurídica^{398 399}. O *con artist* frauda a boa-fé dos participantes (de grande parte deles) e, conseqüentemente, a confiança também.

Vale ressaltar que é necessário que os *con artists* e os participantes das pirâmides financeiras e dos esquemas Ponzi devem ser devidamente investigados, acusados e condenados em razão dos mercados afetados por eles. No caso do mercado de valores mobiliários, temos de pensar que a confiança é essencial para que os valores mobiliários sejam sempre produzidos e colocados comercializados. Ou seja, quando a confiança de participantes (que também podem ser investidores) é afetada, todo um sistema, como esse mercado, pode ser abalado.

Detectado o enquadramento penal da pirâmide financeira e do esquema Ponzi, assim como já abordada a ação persecutória, essencial para punir devidamente aqueles que conheciam a ilegalidade dos esquemas, devemos pensar que a educação, por parte do Poder Público, é imprescindível. Como pesquisamos, muitos *websites* têm informações confusas ou equivocadas e, geralmente, poucos são aqueles com informações realmente corretas – esses *websites* geralmente são públicos, a exemplo o da Comissão de Valores Mobiliários⁴⁰⁰.

Entendemos que o Poder Público, independentemente de ser federal, estadual ou municipal, deve promover a educação da população para que menos pessoas participem de empreendimentos fraudulentos, hoje tão difundidos na *internet*, nas redes sociais. A educação pode remediar a natureza vulnerável das pessoas, frente propostas sedutoras.

³⁹⁷ *Ibid.*, p. 710.

³⁹⁸ Conforme ao Código Civil: Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração. (...) III - corresponder à boa-fé;

³⁹⁹ Interessante notar que, no direito norte-americano, a boa-fé é muito detalhada no Uniform Commercial Code (p. 1 – 205): “every contract imposes upon each party a duty of good faith and fair dealing in its performance and its enforcement”; “good faith excludes a variety of types of conduct characterized as involving ‘bad faith’ because they violate community standards of decency, fairness or reasonableness”.

⁴⁰⁰ Cf. http://www.cvm.gov.br/menu/investidor/alertas/ofertas_atuacoes_irregulares.html

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

I. Livros

ARAÚJO JÚNIOR, João Marcello. **Dos Crimes contra a Ordem Econômica**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1995.

BIOGRAPHY. **Charles Ponzi Biography**. Abril de 2014. Disponível em <https://www.biography.com/crime-figure/charles-ponzi>. Acesso em: 25 jun. 2020.

BITENCOURT, Cezar Roberto. BRENDA, Juliano. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais**. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

BORÇA JÚNIOR, Gilberto Rodrigues; TORRES FILHO, Ernani Teixeira. **Analisando a Crise do Subprime**. Revista do BNES, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129 – 159, dez. 2018. Disponível em https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/8344/1/RB%2030%20Analisando%20a%20Crise%20do%20Subprime_P_BD.pdf. Acesso em: 02 ago. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro, 2017, Disponível em <https://www.investidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html#DireitodoMercado>. Acesso em: 17 set. 2020.

BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Cartilha do CADE**. Disponível em <http://www.cade.gov.br/aceso-a-informacao/publicacoes-institucionais/cartilha-do-cade.pdf>. Acesso em: 11 set. 2020.

BRASIL. Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio. **Investigações Antidumping – Principais conceitos e metodologias, aspectos formais e termos processuais, passo a passo das investigações**. Disponível em http://www.mdic.gov.br/images/REPOSITORIO/secex/decom/Guia_de_Investigacoes_Antidumping.pdf. Acesso em: 10 set. 2020.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Vocabulário Jurídico**. Disponível em <http://www.stf.jus.br/portal/jurisprudencia/listarTesauro.asp?txtPesquisaLivre=CRIME%20D%20BURLA>. Acesso em: 14 jun. 2020.

DE SANCTIS, Fausto Marin. **Delinquência econômica e financeira: colarinho branco, lavagem de dinheiro e mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Forense, 2015.

DUBEUX, Julio Ramalho. **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Ed., 2006.

EIZIRIK, Nelson Laks. **O papel do Estado na regulação do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

EIZIRIK, Nelson Laks. **Reforma das S.A. e do mercado de capitais**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

FIGUEIREDO, Antonio Carlos. **Introdução aos derivativos**. 4ª ed., rev. e ampl. São Paulo: Cengage, 2019.

FRANKEL, Tamar. **The Ponzi Scheme Puzzle: A History and Analysis of Con Artists and Victims**. New York: Oxford University Press, 2012. Disponível em: <https://play.google.com/books/reader?id=1zxKeAr5yCAC&hl=pt-BR&printsec=frontcover&pg=GBS.PT3.w.5.0.5>. Acesso em: 15 mai. 2020.

GUIMARÃES, Antônio Márcio da Cunha. **Tratados Internacionais**. São Paulo: Aduaneiras, 2009.

LYRA, Roberto. **Criminalidade econômico-financeira**. Rio de Janeiro: Forense: 1978. 2ª ed. ampl. São Paulo: Saraiva, 1989.

MANTECCA, PASCHOAL. **Crimes contra a economia popular e sua repressão**. São Paulo: Saraiva, 1989.

MELLO NETO, Benedicto de Souza. **Crimes contra o Mercado de Capitais**. Curitiba: Juruá, 2015.

NUCCI, Guilherme de Souza. **Código Penal Comentado**. 20ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020.

NUCCI, Guilherme. **Curso de direito Penal: parte especial: arts. 121 a 212 do Código Penal**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

NUNES, Rizzatto. **Curso de Direito do Consumidor**. 13ª ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, economia, mercados**. Rio de Janeiro: Campus, 2006.

PINTO FERREIRA, Luís. **Comentários à Constituição Brasileira**, v. 6, artigos 163 a 192. São Paulo: Saraiva, 1994.

PONZI, Charles. **The Rise of Mr. Ponzi – the autobiography of a financial genius**. 1935. Disponível em: <https://pnzi.com>. Acesso em: 15 jun. 2020.

PRADO, Luiz Regis. **Tratado de Direito Penal: parte especial – arts. 121 a 249 do CP**, v. 2. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **O trust e o direito brasileiro**. São Paulo: Trevisan Editora, 2016.

VIZEU FIGUEIREDO, Leonardo. **Direito Econômico**. 10ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

II. Periódicos

ALONSO, Leonardo. **O bem jurídico nos crimes contra o mercado de capitais**. Revista Brasileira de Ciências Criminais, São Paulo, v. 82, jan. – fev., p. 129 – 164., 2010 Disponível em

http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/bibli_boletim/bibli_bol_2006/RTrib_n.967.22.PDF. Acesso em: 15 set. 2020

ANTUNES, José A. Engrácia. **Os valores mobiliários: conceito, espécies e regime jurídico**. Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto, Porto, v. 5, p. 87 – 142, 2008. Disponível em <<https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/82791/2/49782.pdf>>. Acesso em: 25 fev. 2020.

ARTISIEN, Patrick F. R. **Albania after Hoxha**. SAIS Review, Johns Hopkins University, Baltimore, v. 6, n. 1, 1986, p. 159 – 168. Disponível em: <https://muse.jhu.edu/article/434956/pdf>. Acesso em: 07 jul.2020.

ASCENSÃO, J. Oliveira. **Valor Mobiliário e Título de Crédito**. Faculdade de Direito de Lisboa, 1º Curso sobre o Direito do Mercado de Valores Mobiliários, 4 a 8 de Março de 1996, p. 837 a 875. Disponível em <https://portal.oa.pt/upl/%7B9df26084-f2f4-4957-9d28-e647bb638fd6%7D.pdf>. Acesso em: 03 mar. 2020.

BERGO, Thaís Rosenbaum; DE HARO, Guilherme Prado Bohac. **A Conceituação de Pirâmide Financeira e suas diferenças em relação a Marketing Multinível**. ETIC – Toledo Prudente Centro Universitário. Presidente Prudente, 2014. Disponível em <http://intertemas.toledoprudente.edu.br/index.php/ETIC/article/view/4402>. Acesso em: 30 ago. 2020.

CÉSAR, Ricardo Augusto Amorim; DE PINHO, Thais Leite. **Pirâmides Financeiras**. MPMG Jurídico: Revista do Ministério Público de Minas Gerais, Belo Horizonte, julho de 2014. Disponível em <https://aplicacao.mpmg.mp.br/xmlui/handle/123456789/26/browse?value=Pinho%2C+Thais+Leite+Garcia+de&type=author>. Acesso em: 31 ago. 2020.

COLLINS JR., James P. **Pyramid Sales Participants: Victims or Perpetrators**. Philadelphia: Temple Law Review, v. 47, 1974, p. 697 – 714.

COLUMBIA LAW REVIEW. **Blue Sky Laws**. Columbia Law Review Association, v. 24, n. 1, jan. 1924, p. 79 – 86. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/pdf/1111778.pdf>. Acesso em: 01 mar. 2020.

COOTER, Robert D.; SCHAFER, Hans-Bernd. **O problema da desconfiança recíproca**. The Latin American and Caribbean Journal of Legal Studies: v. 1, n. 1, 2006, tradução de Luciano Timm. Disponível em: <https://services.bepress.com/lacjls/vol1/iss1/art8/>. Acesso em: 05 dez. 2020.

DEACON, John; PRENDERGAST, James D. **Defining a “Security” after the Forman Decision**. McGeorge Law Review, Pacific Law Journal, v. 11, n. 2, 1980. Disponível em <https://scholarlycommons.pacific.edu/mlr/vol11/iss2/3>. Acesso em: 02 mar. 2020.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia. **Assimetria informacional e governança corporativa**. São Paulo: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 73, 2016. Disponível em: http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_biblioteca/bibli_servicos_produtos/bibli_boletim/bibli_bol_2006/RDBancMecCap_n.73.05.PDF. Acesso em: 20 set. 2020.

GREGORIOU, Greg N.; LHABITANT, François-Serge. **Madoff: A Riot of Red Flags**. EDHEC Risk and Asset Management Research Centre. 2009. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1335639. Acesso em: 02 ago. 2020.

GUIMARÃES, Antônio Márcio da Cunha; FERREIRA, Carolina Iwancow. **In. Direito Internacional em Análise**. CAMPELLO, Livia Gaigher Bósio (org.); FINKELSTEIN, Claudio (coord.); DA SILVEIRA, Vladmir Oliveira (coord.). São Paulo: Clássica, 2013.

GUIMARÃES, Antônio Márcio da Cunha; GUIMARÃES, Arianna Stagni. **Tratados Internacionais e proteção ao investimento estrangeiro**. São Paulo: Revista de Direito Internacional e Globalização Econômica, v. 3, n. 3, 2018. Disponível em <https://revistas.pucsp.br/index.php/DIGE/article/view/38694>. Acesso em: 10 nov. 2020.

HARVARD BUSINESS SCHOOL. **South Sea Bubble Short History**. Disponível em <https://www.library.hbs.edu/hc/ssb/history.html>. Acesso em: 11 mar. 2020.

HENRIQUES, Diana B. **A Case Study of a Con Man: Bernie Madoff and the Timeless Lessons of History's Biggest Ponzi Scheme**. Social Research: An International Quarterly, Baltimore, v. 85, n. 4, p. 745 – 766, 2018. Disponível em <https://muse.jhu.edu/article/716113/pdf>. Acesso em: 25 jul. 2020.

JARVIS, Christopher. **Relatório publicado pelo Fundo Monetário Internacional em 2000**. Disponível em <https://www.imf.org/external/Pubs/FT/staffp/2000/00-01/pdf/jarvis.pdf>. Acesso em: 05 jun. 2020.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **A Adoção do Chinese Wall e a Repressão do Insider Trading**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 47, jan. – mar. 2010, p. 227 – 246.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **O conceito de security no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 13, n. 14, p. 41 – 60, 1974.

MARKOVITS, Daniel. **Good Faith as Contract's Core Value**. Oxford University Press, 2014. Disponível em <https://www.law.nyu.edu/sites/default/files/Markovits%20Good%20Faith%20as%20Contract%20Core%20Value.pdf>. Acesso em: 10 dez. 2020.

MARQUES, Miguel Ângelo; DE OLIVEIRA, Ana Carla Vastag Ribeiro. **Início da vigência dos tratados internacionais de Direitos Humanos no Brasil: críticas e novos paradigmas**. São Paulo, Revista de Direito Constitucional e Internacional, v. 108, jul. – ago. 2018, p. 275 – 294.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **O conceito de valor mobiliário**. São Paulo, Revista de Administração de Empresas, 1985, v. 25, p. 37-51. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75901985000200003&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 26 jan. 2020.

MENDES, Givago Dias. **Proteção aos sócios minoritários e a aplicação dos deveres fiduciários aos acionistas controladores nas sociedades anônimas**. In: CONPEDI – Direito Empresarial II. P. 75 – p. 93. Florianópolis, 2016. Disponível em <http://conpedi.danilolr.info/publicacoes/02q8agmu/s724w721/VB5wqj1830k0maCR.pdf>. Acesso em: 21 set. 2020.

MUNCY, James A. **Ethical issues in Multilevel Marketing: is it a legitimate business or just another pyramid scheme?**. Marketing Education Review, v. 14, n. 3, 2004. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/237629600_Ethical_Issues_in_Multilevel_Marketing_Is_It_a_Legitimate_Business_or_Just_Another_Pyramid_Scheme. Acesso em: 10 set. 2020.

NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha; LANDIM, Rômulo. **Contratos de investimento coletivo denominados de condo-hotéis**. São Paulo, Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 77, jul. – set. 2017, p. 69 – 84.

NORONHA, Edgard Magalhães. **Dos Crimes contra a Economia Popular**. Revista da Faculdade de Direito UFPR, Curitiba, dez. 1954. Disponível em <https://revistas.ufpr.br/direito/article/view/6184/4406>. Acesso em: 19 ago. 2020.

OREIRO, José Luís. **Bolhas, incerteza e fragilidade: uma abordagem pós-keynesiana**. Revista de Economia Contemporânea, Universidade Federal do Rio de Janeiro, v. 5, n. 2, jul./dez. 2001. Disponível em <https://revistas.ufrj.br/index.php/rec/article/view/19722/11406>. Acesso em: 07 jun. 2020.

DE SOUZA, Sérgio Carlos. **Guia Jurídico do Marketing Multinível – um roteiro jurídico indispensável para empresários, líderes, divulgadores, afiliados, revendedores e consultores de empresas de Marketing Multinível**. Vitória: Coletânea Direito ao Direito, livro 2, 2016.

VIEIRA, Vanderson Roberto. **Breves Notas aos Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional**. In Direito Bancário e Temas Afins, coord. Geraldo José Guimarães da Silva, Antônio Márcio da Cunha Guimarães. Campinas: CS Edições Ltda., 2003. P. 715 – 737.

WALD, Arnoldo. **A Constituição de 1988 e o sistema financeiro nacional**”. Revista de Informação Legislativa. Brasília, a. 27, n, 107, jul. – set. 1990, p. 43 – 60.

WOOD JR, Thomaz; DA COSTA, Ana Paula Paulino. **Ações substantivas e simbólicas na criação e condução de uma fraude corporativa: o caso Boi Gordo**. Rio de Janeiro, Cad. EBAPE. BR, v. 10, n. 4, p. 804-819, Dec. 2012. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1679-39512012000400003&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 07 dez. 2020

III. Repositório legislativo pátrio

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuições de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM n. 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM n. 99, de 3 de novembro de 1988.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010**. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 542, de 20 de dezembro de 2013**. Dispõe sobre a prestação de serviços de custódia de valores mobiliários. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst542.html>. Acesso em: 05 ago. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015**. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários.

BRASIL. **Decreto n. 7.030, de 14 de dezembro de 2009**. Promulga a Convenção de Viena sobre o direito dos Tratados, concluída em 23 de maio de 1969, com reserva aos Artigos 26 e 66.

BRASIL. **Decreto n. 8.058, de 26 de julho de 2013**. Regulamenta os procedimentos administrativos relativos à investigação e à aplicação de medidas antidumping; e altera o Anexo II ao Decreto n. 7.096, de 4 de fevereiro de 2010, que aprova a Estrutura Regimental e o Quadro Demonstrativo dos Cargos em Comissão e das Funções Gratificadas do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior.

BRASIL. **Decreto-Lei n. 2.848, de 7 de dezembro de 1940**. Código Penal.

BRASIL. **Decreto-Lei n. 869, de 18 de novembro de 1938**. Define os crimes contra a economia popular sua guarda e seu emprego.

BRASIL. **Lei 10.198, de 14 de fevereiro de 2001**. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências.

BRASIL. **Lei Complementar n. 105, de 10 de janeiro de 2001**. Dispõe sobre o sigilo de operações financeiras e dá outras providências.

BRASIL. **Lei n. 1.521, de 26 de dezembro de 1951**. Altera dispositivos da legislação vigente sobre crimes contra a economia popular.

BRASIL. **Lei n. 10.214, de 27 de março de 2001**. Dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, e da outras providências.

BRASIL. **Lei n. 12.383, de 9 de julho de 2013**. Dispõe sobre crédito presumido apurado com base em créditos decorrentes em diferenças temporárias oriundos de provisões para créditos de liquidação duvidosa nas condições que estabelece e dispõe sobre títulos de crédito e instrumentos emitidos por instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, para composição de seu patrimônio de referência, e altera a Lei n. 12.249, de 11 de junho de 2010.

BRASIL. **Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências.

BRASIL. **Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

BRASIL. **Lei n. 7.492, de 16 de junho de 1986**. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional e dá outras providências.

BRASIL. **Lei n. 8.078, de 11 de setembro de 1990**. Dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências.

BRASIL. **Lei n. 8.078, de 11 de setembro de 1990**. Dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências.

BRASIL. **Lei n. 8.137, de 27 de dezembro de 1990**. Define crimes contra a ordem tributária, econômica e contra as relações de consumo, e dá outras providências.

BRASIL. **Projeto de Lei n. 4.233, de 2019**. Acrescente ao Código Penal o crime de pirâmide financeira.

BRASIL. **Projeto de Lei n. 413, de 2018**. Regulamenta as atividades de marketing multinível no Brasil.

IV. Repositório legislativo estrangeiro

CANADÁ. **Securities Act**, de 1990. Disponível em <https://www.ontario.ca/laws/statute/90s05>. Acesso em: 06 abr 2020.

COREIA DO SUL. **Securities and Exchange Act**. Disponível em <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1015650/000114554905000972/u99813exv4w8.htm>. Acesso em: 01 abr. 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Securities Act of 1933**. An Act To provide full and fair disclosure of the character of securities sold in interstate and foreign commerce and through the mails, and to prevent frauds in the sale thereof, and for other purposes. Disponível em <https://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf>. Acesso em 01 mar. 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Securities Act of 1934**. An Act to provide for the regulation of securities exchanges and of over-the-counter markets operating in interstate and foreign commerce and through the mails, to prevent inequitable and unfair practices on such exchanges and markets, and for other purposes. Disponível em <https://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf>. Acesso em 01 mar. 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **United States Code**. Disponível em <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/18/1348>. Acesso em: 05 ago. 2020.

HONG KONG. **Securities and Futures Ordinance**, de 2003. An Ordinance to consolidate and amend the law relating to financial products, the securities and futures market and the securities and futures industry, the regulation of activities and other matters connected with financial products, the securities and futures market and the securities and futures industry, the protection of investors, and other matters incidental thereto or connected therewith, and for connected purposes. Disponível em <https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap571@2018-03-01T00:00:00>. Acesso em: 01 abr. 2020.

ÍNDIA. **Securities Contracts (Regulation) Act, 1956 [42 of 1956]**. An Act to prevent undesirable transactions in securities by regulating the business of dealing therein, by providing for certain other matters connected therewith. Disponível em: <https://www.sebi.gov.in/acts/contractact.pdf>. Acesso em: 01 abr. 2020.

JAPÃO. **Financial Instruments and Exchange Act (Act No. 25 of 1948)**. Disponível em <https://www.fsa.go.jp/common/law/fie01.pdf>. Acesso em: 22 mar. 2020.

PORTUGAL. **Código Civil Português (Atualizado até à Lei 59/99, de 30/06) – Decreto-Lei n. 47.344**, de 25 de novembro de 1966. Disponível em <https://www.igac.gov.pt/documents/20178/358682/Código+Civil.pdf/2e6b36d8-876b-433c-88c1-5b066aa93991>. Acesso em 03 mar. 2020.

PORTUGAL. **Código da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, de 23 de setembro**, de 13 de novembro de 2018. Disponível em https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/LegislacaoNacional/CodigosdoValoresMobiliarios/Documents/CVM_20191230.pdf. Acesso em: 03 mar. 2020.

PORTUGAL. **Código Penal Português**, versão consolidada posterior a 1995. Disponível em http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?ficha=201&artigo_id=&nid=109&pagina=3&tabela=leis&nversao=&so_miolo=. Acesso em: 13 jun. 2020.

PORTUGAL. **Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras**, de 31 de dezembro de 1992. Disponível em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/legislacoes/regimegeral_0.pdf. Acesso em: 10 jun. 2020.

REINO DA ESPANHA. **Real Decreto Legislativo 4/2015**, de 23 de outubro. Por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Disponível em <https://boe.es/buscar/pdf/2015/BOE-A-2015-11435-consolidado.pdf>. Acesso em: 15 abr. 2020.

REINO UNIDO. **Banking Act of 1987**. An Act to make new provision for regulating the acceptance of deposits in the course of a business, for protecting depositors and for regulating

the use of banking names and descriptions; to amend section 187 of the Consumer Credit Act 1974 in relation to arrangements for the electronic transfer of funds; to clarify the powers conferred by section 183 of the Financial Services Act 1986; and for purposes connected with those matters. Disponível em http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1987/22/pdfs/ukpga_19870022_en.pdf. Acesso em: 06 jun. 2020.

REPÚBLICA FRANCESA. **Loi n° 88-1201**, du 23 décembre 1988. Relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances. Disponível em: <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000509065&dateTexte=19981230>. Acesso em: 20 mar. 2020.

REPÚBLICA ITALIANA. **Lei n. 216, de 23 de março de 1983**. Disponível em https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaArticolo?art.progressivo=0&art.idArticolo=5&art.versione=1&art.codiceRedazionale=096G0444&art.dataPubblicazioneGazzetta=1996-08-13&art.idGruppo=0&art.idSottoArticolo1=10&art.idSottoArticolo=1&art.flagTipoArticolo=0. Acesso em: 10 mar. 2020.

REPÚBLICA POPULAR DA CHINA. **Law of the People's Republic of China on Securities**. Adopted at the 6th Meeting of the Standing Committee of the Ninth National People's Congress on December 29, 1998; amended in accordance with the Decision of the Standing Committee of the Tenth National People's Congress on Amending the Securities Law of the People's Republic of China adopted at its 11th Meeting on August 28, 2004; and revised by the Standing Committee of the Tenth National People's Congress at its 18th Meeting on October 27, 2005). Disponível em http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/laws/rfdm/statelaws/201205/t20120525_210597.html. Acesso em: 30 mar. 2020.

UNIÃO EUROPEIA. **Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho**, de 21 de abril de 2004. Relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Directiva 93/22/CEE do Conselho. Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:02004L0039-20110104>. Acesso em: 10 mar. 2020.

UNIÃO EUROPEIA. **Directiva 93/22/CEE do Conselho**, de 10 de maio de 1993. Relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários. Disponível em <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/a967f37d-3682-402f-9636-8b9c7494f3c4/language-pt>. Acesso em: 11 mar. 2020.

UNIÃO EUROPEIA. Parlamento Europeu e Conselho da União Europeia. **Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho**, de 28 de janeiro de 2003. Relativa do abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado). Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/pt/TXT/?uri=CELEX%3A32003L0006>. Acesso em: 21 set. 2020.

UNIÃO EUROPEIA. **Recomendação 77/534**, de 25 de julho de 1977. Relativa a um Código Europeu de conduta respeitante às transacções relativas a valores mobiliários. Disponível em

<https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/6ea00c76-8eeb-4cc9-bc65-cedc7f731122/language-pt>. Acesso em: 10 mar. 2020.

V. Jurisprudência e súmulas brasileiras

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Súmula n. 498.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Súmula n. 297.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – 2ª Seção, Conflito de Competência n. 41.056-SP, Relatora Ministra Nancy Andrichi, julgado em 23/6/2004.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – 2ª Seção, Recurso Especial n.541.867-BA, Relator Ministro Barros Monteiro, julgado em 10/11/2004.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – 3ª Seção, Conflito de Competência n. 146.153/SP, Relator Ministro Reynaldo Soares da Fonseca, julgado em 11/05/2016.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – 3ª Seção, Conflito de Competência n. 170.392/SP, Relator Ministro Joel Ilan Paciornik, julgado em 10/06/2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – 3ª Turma, Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial n. 601.234/DF, Relator Ministro Marco Aurélio Bellizze, julgado em 12/05/2015.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – 5ª Turma, *Habeas Corpus* 293.052/SP, Relator Ministro Walter de Almeida Guilherme (desembargador convocado do TJ/SP), julgado em 05/02/2015.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – 5ª Turma, Recurso Ordinário em *Habeas Corpus* 111.187/SP, Relator Ministro Reynaldo Soares da Fonseca, julgado em 18/02/2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – 6ª Turma, *Habeas Corpus* 464.608/PE, Relator Ministro Nefi Cordeiro, j. 27/11/2018).

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Destaque Informativo nº 0655. (STJ – 4ª Turma, REsp 1634958 - SP, Relator Ministro Luís Felipe Salomão, julgado em 06/08/2019).

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo – 14ª Câmara de Direito Privado, Apelação n. 0025198-19.2012.8.26.0002, Relator Desembargador Melo Colombi, julgado em 27/08/2015.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo – 14ª Câmara de Direito Privado, Apelação n. 1003373-44.2017.8.26.0481, Relatora Desembargadora Lígia Araújo Bisogni, julgado em 08/06/2018.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo – 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Apelação n. 0002073-86.2014.8.26.0346, Relator Desembargador Enio Zuliani, julgado em 31/08/2016.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo – 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Apelação n. 1006516-13.2014.8.26.0007, Relator Desembargador Enio Zuliani, julgado em 13 set. 2017

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo – 21ª Câmara de Direito Privado, Apelação n. 0069316-46.2008.8.26.0576, Relator Desembargador Virgílio de Oliveira Júnior, julgado em 03/12/2012.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo – 25ª Câmara de Direito Privado, Apelação n. 1013612-37.2014.8.26.0506, Relator Desembargador Marcondes D'Angelo, julgado em 09/11/2017.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo – 25ª Câmara de Direito Privado, Apelação n.10276111-38.2014.8.26.0577, Relator Desembargador Marcondes D'Angelo, julgado em 18/04/2016.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo – 28ª Câmara de Direito Privado, Apelação n.1022726-50.2014.8.26.0554, Relator Desembargador Gilson Delgado Miranda, julgado em 17/04/2018.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo – 29ª Câmara de Direito Privado, Apelação n.1004572-20.2016.8.26.0196, Relator Desembargador Maria Cristina de Almeida Bacarim, julgado em 27/11/2019.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo – 2ª Turma Recursal Cível e Criminal do Colégio Recursal, Recurso Inominado 1002336-86.2015.8.26.0566, Relator Juiz José Cláudio do Prado Amaral, julgado em 16/03/2016.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo – 32ª Câmara de Direito Privado, Apelação n. 1021291-41.2014.8.26.0554, Relator Desembargador Kioitsi Chicuta, julgado em 23/01/2019.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo – 34ª Câmara de Direito Privado, Apelação n. 0059255-69.2013.8.26.0506, Relator Desembargador Gomes Varjão, julgado em 22/03.2017.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo – 3ª Câmara Extraordinária de Direito Privado, Apelação n. 9151314-59.2008.8.26.0000, Relator Desembargador Hélio Nogueira, julgado em 28/11/2013

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo – 4ª Câmara de Direito Privado, Apelação n. 3004716-78.2008.8.26.0506, Relator Desembargador Enio Zuliani, julgado em 07/07/2011.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo – 5ª Câmara de Direito Privado, Apelação 1002293-95.2015.8.26.0196, Rel. Des. Fábio Podestá, julgado em 26/02/2016.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo – 7ª Turma Cível do Colégio Recursal, Recurso Inominado n. 1005064-72.2013.8.26.0016, Relator Juiz Christopher Alexander Roisin, julgado em 17/01/2014.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo, Apelação n. 1017125-13.2014.8.26.0506, Relator Desembargador Ruy Coppola, julgado em 12/11/2015.

VI. Jurisprudência estrangeira

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **California Supreme Court. Silver Hills Country Club v. Sobieski**, 55 Cal. 2d 811 [S. F. No. 20664. In Bank. May 18, 1961]. Disponível em <https://scocal.stanford.edu/opinion/silver-hills-country-club-v-sobieski-29868>. Acesso em 02 mar. 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Securities and Exchange Commission v. Madoff et al.** Disponível em <https://dockets.justia.com/docket/new-york/nysdce/1:2008cv10791/336993>. Acesso em: 15 jul. 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **U. S. Securities and Exchange Commission. Pyramid Schemes**. Disponível em <https://www.investor.gov/protect-your-investments/fraud/types-fraud/pyramid-schemes>. Acesso em: 01 set. 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals, Fifth Circuit. **Securities and Exchange Commission v. Koscot Interplanetary Inc.** Disponível em: <https://openjurist.org/497/f2d/473/securities-and-exchange-commission-v-koscot-interplanetary-inc>. Acesso em: 03 mar. 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. **Securities and Exchange Commission v. Howey Co.** Disponível em <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>. Acesso em: 02 mar. 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. **Securities and Exchange Commission v. Howey Co.** <https://www.law.cornell.edu/supremecourt/text/328/293>. Acesso em: 02 mar. 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. **United Housing Foundation, Inc. v. Forman**, 421 U.S. 837 (1975). Disponível em <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/421/837/>. Acesso em: 02 mar. 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **United States v. Madoff**. Disponível em <https://www.courtlistener.com/docket/4346206/united-states-v-madoff/>. Acesso em: 10 jul. 2020.

VII. Sítios eletrônicos

BALDAN, Edson Luís. **Estelionato**. Tomo Direito Penal, ed. 1, agosto de 2020. Disponível em <https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/425/edicao-1/estelionato>. Acesso em: 24 nov. 2020.

BANCO MUNDIAL. **Inflation, consumer prices (anual %) – Portugal**. Disponível em <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=PT>. Acesso em: 08 jun. 2020.

BANCO MUNDIAL. **Inflation, GPD deflator (anual %) – Albania**. Disponível em <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.DEFL.KD.ZG?end=2018&locations=AL&start=1981&view=chart>. Acesso em: 07 jun. 2020.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems**. Disponível em <https://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>. Acesso em: 03 dez. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Boletim de Proteção do Consumidor/Investidor – CVM DPDC – Investimentos Irregulares**. Disponível em <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Boletim/BoletimConsumidorInvestidor-2.pdf>. Acesso em: 01 set. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Ofertas/Atuações Irregulares**. Disponível em http://www.cvm.gov.br/menu/investidor/alertas/ofertas_atuacoes_irregulares.html. Acesso em: 01 set. 2020.

BRASIL. Ministério Público Federal. **O MPF DE OLHO NAS PIRÂMIDES FINANCEIRAS – Saiba como distinguir um investimento financeiro de um golpe**. Disponível em <http://www.mpf.mp.br/atuacao-tematica/ccr2/publicacoes/documentos-e-publicacoes1/publicacoes/mpf-de-olho-nas-piramides-financeiras/view>

BRASIL, Banco Central do Brasil. **O que é sociedade de crédito, financiamento e investimento?**. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/scfi>. Acesso em: 06 jun. 2020.

CNN WORLD NEWS. **Albania deteriorates into chaos**. Matéria veiculada em 13 de março de 1997. http://edition.cnn.com/WORLD/9703/13/albania.late/index.html?_s=PM:WORLD. Acesso em: 06 jun. 2020

COLUMBIA LAW REVIEW. **Blue Sky Laws**. Columbia Law Review Association, v. 24, n. 1, jan. 1924, p. 79 – 86. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/pdf/1111778.pdf>. Acesso em: 01 mar. 2020.

CORNELL LAW SCHOOL. **Fraud**. Legal Information Institute, Ithaca, maio, 2020. Disponível em <https://www.law.cornell.edu/wex/fraud>. Acesso em: 04 ago. 2020.

ÉPOCA NEGÓCIOS. **Herbalife pagará US\$ 200 milhões para encerrar investigação sobre esquema de pirâmide financeira**. Rio de Janeiro. Disponível em <https://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2016/07/herbalife-pagara-us-200-milhoes-para-encerrar-investigacao-sob-esquema-de-piramide-financeira.html>. Acesso em: 31 ago. 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Department of Justice. **Three Men Arrested in \$722 Million Cryptocurrency Fraud Scheme**. Disponível em <https://www.justice.gov/usao-nj/pr/three-men-arrested-722-million-cryptocurrency-fraud-scheme>. Acesso em: 03 set. 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Federal Bureau of Investigation. **Securities Fraud Awareness & Prevention Tips**. Washington DC. Disponível em <https://www.fbi.gov/stats-services/publications/securities-fraud>. Acesso em: 04 ago. 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Federal Trade Commission. **Pyramid Schemes**. Disponível em <https://www.ftc.gov/public-statements/1998/05/pyramid-schemes>. Acesso em: 01 set. 2020.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Federal Trade Commission. **Pyramid Schemes**. Disponível em <https://www.ftc.gov/news-events/press-releases/1998/07/55-million-refunds-victims-fortuna-alliance-pyramid>. Acesso em: 01 set. 2020.

GREG IACURCI. **Ponzi schemes hit highest level in a decade, hinting next ‘investor massacre’ may be near**. Matéria veiculada pela CNBC em 11 de fevereiro de 2020. Disponível em <https://www.cnbc.com/2020/02/11/ponzi-schemes-hit-the-highest-level-in-10-years.html>. Acesso em: 03 set. 2020.

CORNELL UNIVERSITY. **Investment Protection Guide: Pyramid Scheme**. Legal Information Institute – Cornell Law School, Ithaca. Disponível em https://www.law.cornell.edu/wex/investor_protection_guide_pyramid_scheme. Acesso em: 30 ago. 2020.

JORNAL EXPRESSO. **Como Ernâni Lopes pôs fim à “banqueira do povo” em 1984**. Matéria veiculada em 31 de maio de 2017. Disponível em <https://expresso.pt/sociedade/2017-05-31-Como-Ernani-Lopes-pos-fim-a-banqueira-do-povo-em-1984>. Acesso em: 08 jun. 2020.

JORNAL PÚBLICO. **Dona Branca morreu há dez anos**. Matéria veiculada em 3 de abril de 2002. Disponível em <https://www.publico.pt/2002/04/03/sociedade/noticia/dona-branca-morreu-ha-dez-anos-107422>. Acesso em: 11 jun. 2020.

MORAES, Maurício. **“Inspiração” de investidor, Charles Ponzi morreu pobre no Brasil, há exatos 60 anos**. Colaboração para A Folha. Matéria veiculada em 18 de janeiro de 2009. Disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi1801200923.htm>. Acesso em: 25 jun. 2020.

NASDAQ. **Economic Bubble**. Disponível em <https://www.nasdaq.com/glossary/e/economic-bubble>. Acesso em: 07 jun. 2020.

OPPERMANN, Álvaro. **Carlo Ponzi: o trapaceiro arrependido**. Matéria veiculada em 31 de outubro de 2016. Disponível em <https://super.abril.com.br/historia/carlo-ponzi-o-trapaceiro-arrependido/>. Acesso em: 25 jun. 2020.

SUNO RESEARCH. **CVM habilita corretora de criptomoedas como gestora de recursos**. Matéria veiculada em 16 de dezembro de 2019. Disponível em <https://www.sunoresearch.com.br/noticias/cvm-habilita-corretora-de-criptomoedas/>. Acesso em: 03 mar. 2020.

THE BOSTON POST. **Declares Ponzi Hopelessly Insolvent**. Matéria veiculada em 02 de agosto de 1922. Disponível em http://archive.nytimes.com/www.nytimes.com/slideshow/2009/05/04/nyregion/20090505PONZI_4.html. Acesso em: 20 jun. 2020.

THE NEW YORK TIMES. **Bitter Albanians, facing anarchy, arm themselves**. Matéria

veiculada em 14 de março de 1997. Disponível em <https://www.nytimes.com/1997/03/14/world/bitter-albanians-facing-anarchy-arm-themselves.html>. Acesso em: 06 jun. 2020.

TOMAZETTE, Marlon. **Empresário**. Tomo Direito Comercial, ed. 1, julho de 2018. Disponível em <https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/231/edicao-1/empresario>. Acesso em: 11 set. 2020.

ULRICH, Fernando. **O diploma do sistema bancário e as regras de Basileia** – Com o Deutsche Bank derretendo, junto com a banca italiana, eis a raiz do problema. Disponível em <https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1152>. Acesso em: 03 dez. 2020.

WORLD FEDERATION OF DIRECT SELLING ASSOCIATIONS. **About Direct Selling**. Disponível em <https://wfdsa.org/about-direct-selling/>. Acesso em: 10 set. 2020.

WORLD FEDERATION OF DIRECT SELLING ASSOCIATIONS. **Global Direct Selling – 2019 Retail Sales**. Washington, 1º de julho de 2020. Disponível em <https://wfdsa.org/wp-content/uploads/2020/07/Sales-Seller-2020-Report-Final.pdf>

WUTKOWKI, Karey. **SEC staff saw Madoff as a voice of authority**. Matéria veiculada pela Thomson Reuters em 17 de dezembro de 2008. Disponível em <https://www.reuters.com/article/us-madoff-sec-remarks/sec-staff-saw-madoff-as-a-voice-of-authority-idUSTRE4BG6US20081217>. 27 jul. 2020.

VIII. Trabalhos acadêmicos

COSTA, Liliana Alves. **O sistema de Marketing de Rede: uma estratégia de ação mercadológica**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito para obtenção do título de Mestre, sob orientação da Professora Doutora Maria Schuler. Porto Alegre, 2001. Disponível em <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/3027>. Acesso em: 10 set. 2020.

DE CASTILHO. Ela Wiecko Wolkmer. **O controle penal nos crimes contra o Sistema Financeiro Nacional (Lei n. 7.492, de 16.06.86)**. Tese de doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito para a obtenção do título de doutora em Direito, sob orientação da Professora Doutora Vera Regina Pereira de Andrade. Florianópolis, 1996. Disponível em <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/106425>. Acesso em: 01 set. 2020.

DIAS, Luciana Pires. **Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como requisito para a obtenção do título de Mestre, sob a orientação do Prof. Dr. Calixto Salomão Filho. São Paulo, 2005.

FERREIRA, Laila Cristina Duarte. **Divulgação de informações no mercado de valores mobiliários brasileiro: a regulação da atividade jornalística**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como requisito para obtenção do título de Mestre, sob orientação do Professor Doutor José Alexandre Tavares Guerreiro. São Paulo, 2013. Disponível em

https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-10012014-102009/publico/Dissertacao_Mestrado_Laila_Cristina_Duarte_Ferreira.pdf. Acesso em: 21 set. 2020.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O insider trading no direito brasileiro**. Dissertação apresentada à Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, como requisito para obtenção do título de Mestre, sob a orientação do Professor Doutor Joaquim de Arruda Falcão Neto. Rio de Janeiro, 2015. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/15292/Dissertação%20Francisco%20Müssnich%20%28clean%29.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 21 set. 2020.

DE PAULA, Luiz Gonzaga Modesto. **O princípio da inerência do risco na atividade empresarial**. Tese de doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como requisito para a obtenção do título de Doutor, sob a orientação do Professor Doutor José Roberto D’Affonseca Gusmão. São Paulo, 2019.

TOLEDO, Alejandro Melo. **Tutela jurídica do crédito: a convivência dos títulos de crédito e valores mobiliários no mercado de crédito de capitais brasileiro**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito Milton Campos, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, sob orientação do Professor Doutor Jean Carlos Fernandes e do Professor Doutor Felipe Fernandes Ribeiro Maia. Nova Lima, 2014. Disponível em <http://www3.mcampos.br:84/u/201503/alejandromelotoledoatutelajuridicadecredito.pdf>

SILVA, Sílvia Daniela Antunes. **Caracterização e identificação de esquemas Ponzi: Casos Charles Ponzi, Bernard Madoff e Dona Branca**. Dissertação de Mestrado em Auditoria apresentada no Instituto Politécnico de Lisboa, como requisito para obtenção do título de mestre, sob orientação de Pedro Ramos Roque e Sofia Delgado António. Lisboa, 2016. Disponível em <https://repositorio.ipl.pt/handle/10400.21/6556>. Acesso em: 25 jul. 2020.