



Universidade de Brasília – UnB

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas
Públicas – FACE

Departamento de Economia – ECO

Programa de Pós-Graduação em Economia – PPGECO

Mestrado Profissional em Economia – Área de Concentração em Finanças

**FRAUDES FINANCEIRAS EM FUNDOS DE INVESTIMENTOS
APORTADOS POR REGIME PRÓPRIO DE PREVIDÊNCIA SOCIAL.
ESTUDO DE FUNDO INVESTIGADO PELA POLÍCIA FEDERAL
E O REFLEXO FINANCEIRO E CRIMINAL DOS ATOS**

João Claudio Nabas

Brasília

2023

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Lúcio Remuzat Rennó Júnior
Decano de Pós-Graduação

Professor Doutor José Márcio Carvalho
**Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de
Políticas Públicas**

Professor Doutor Roberto de Góes Ellery Júnior
Chefe do Departamento de Economia

Professora Doutora Marina Delmondes de Carvalho Rossi
Coordenadora de Pós-Graduação do Departamento de Economia

Professor Doutor Jorge Madeira Nogueira
Coordenador do Mestrado Profissional em Economia

JOÃO CLAUDIO NABAS

**FRAUDES FINANCEIRAS EM FUNDOS DE INVESTIMENTOS
APORTADOS POR REGIME PRÓPRIO DE PREVIDÊNCIA SOCIAL.
ESTUDO DE FUNDO INVESTIGADO PELA POLÍCIA FEDERAL
E O REFLEXO FINANCEIRO E CRIMINAL DOS ATOS**

Dissertação de Mestrado Profissional apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia do Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas da Universidade de Brasília como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia – Área de Concentração em Finanças.

Orientador: Prof. Dr. José Guilherme de Lara Resende.

Coorientador: Prof. Dr. Júlio César Costa Pinto.

Brasília
2023

Universidade de Brasília – UnB
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas
Públicas – FACE
Departamento de Economia – ECO
Programa de Pós-Graduação em Economia – PPGECO
Mestrado Profissional em Economia – Área de Concentração em Finanças

JOÃO CLAUDIO NABAS

**FRAUDES FINANCEIRAS EM FUNDOS DE INVESTIMENTOS
APORTADOS POR REGIME PRÓPRIO DE PREVIDÊNCIA SOCIAL.
ESTUDO DE FUNDO INVESTIGADO PELA POLÍCIA FEDERAL
E O REFLEXO FINANCEIRO E CRIMINAL DOS ATOS**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia do Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas da Universidade de Brasília como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia – Área de Concentração em Finanças.

Orientador: Prof. Dr. José Guilherme de Lara Resende

Banca Examinadora:

Prof. Dr. José Guilherme de Lara Resende – Orientador
PPGECO-ECO-FACE-UnB

Profa. Dra. Ana Carolina Pereira Zoghbi – Membro Interno
PPGECO-ECO-FACE-UnB

Prof. Dr. William Baghdassarian – Membro Externo
CD

Profa. Dra. Deborah Oliveira Martins dos Reis – Membro Suplente
PPGECO-ECO-FACE-UnB

Brasília, 22 de setembro de 2023.

AGRADECIMENTOS

À minha família, em especial, à minha esposa, que abdicou do meu tempo e de minha dedicação familiar para que eu conseguisse finalizar essa jornada acadêmica a contento. Sem dúvida, ela foi o pilar para a concretização das linhas que se seguem.

Aos professores do curso de Mestrado em Economia, que se dedicaram no ensino e apoio para que as disciplinas necessárias fossem absorvidas.

Ao meu professor coorientador, Dr. Júlio César Costa Pinto, que me motivou, durante quase um ano ininterrupto, para reunir forças e persistir nos estudos e nas escritas, sempre ajudando com um norte a ser seguido.

À professora coordenadora do curso de Mestrado Acadêmico do Programa de Pós-Graduação em Economia do Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas da Universidade de Brasília (PPGECO-FACE-UnB), Dra. Ana Carolina Pereira Zoghbi, que teve a sensibilidade necessária para me apoiar em momentos de dificuldades pessoais.

“Todo o conhecimento genuíno tem origem na experiência direta”.

Mao Tsé-Tung

RESUMO

O presente estudo teve por objetivo melhorar a qualidade das investigações de possíveis fraudes financeiras em fundos de investimentos, especialmente em relação aos Regimes Próprios de Previdência Social, com ênfase na materialização da gestão temerária desses entes, além de outros ilícitos. Apresentando a questão dos RPPSs, com a abordagem de questões financeiras, jurídicas, de gestão e governança, com revisão da legislação relacionada a investimentos financeiros, além da apresentação conceitual do Fundo de Investimento em Participações, com destaque para suas peculiaridades e riscos relevantes para os investidores, buscou-se preencher as lacunas na literatura relacionadas às fraudes financeiras, correlacionando os atos fraudulentos no mercado financeiro com os tipos penais específicos, sobretudo, aqueles que tratam dos crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e o Mercado de Capitais. Dessa feita, empreendeu-se um estudo de caso da Operação Fundo Fake, ilustrando os principais pontos de uma investigação da Polícia Federal em um Fundo de Investimento em Participações, ao passo que os atos ilícitos foram aqui detalhados e confrontados com os tipos penais. Ainda, foram expostos os ganhos obtidos pela Organização Criminosa investigada devido às práticas fraudulentas e o prejuízo significativo nos Regimes Próprios de Previdência Social investidores – que superou os R\$ 200 milhões, apenas no caso do Fundo de Investimento em Participações analisado.

Palavras-chave: Regime Próprio de Previdência Social; fraude financeira; Fundo de Investimento; gestão temerária; gestão fraudulenta; valuation; crime; manobra fraudulenta; manipulação.

ABSTRACT

The present study aimed to improve the quality of investigations into possible financial fraud in investment funds, especially in relation to Social Security Regimes, with an emphasis on the materialization of reckless management of these entities, in addition to other illicit acts. Presenting the issue of the Regimes in question, with an approach to financial, legal, management and governance issues, with a review of legislation related to financial investments, in addition to the conceptual presentation of the Participation Investment Fund, highlighting its investigations and relevant risks for investors, we sought to fill the gaps in the literature related to financial fraud, correlating fraudulent acts in the financial market with specific types of criminal offenses, especially those that deal with crimes against the National Financial System and the Capital Market. This time, a case study of Operation Fake Fund was undertaken, illustrating the main points of a Federal Police investigation into a Participation Investment Fund, while the illicit acts were detailed here and compared with the criminal types. Furthermore, the gains obtained by the Criminal Organization investigated due to fraudulent practices and the significant loss in the Investors' Own Social Security Regimes were exposed – which exceeded R\$ 200 million, only in the case of the Participation Investment Fund analyzed.

Keywords: Own Social Security Scheme. Financial fraud. Investment Fund. Reckless management. Fraudulent management. Valuation. Crime. Fraudulent maneuver. Manipulation.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Estrutura administrativa mínima esperada de um Regime Próprio de Previdência Social.....	45
Figura 2 – Esquema de sequências de ações que ocorrem em processos decisórios de investimentos dos Regimes Próprios de Previdência Social.....	46
Figura 3 – Esquema de sequências de ações que ocorrem em processos decisórios de investimentos dos Regimes Próprios de Previdência Social.....	47
Figura 4 – Exemplo de estrutura de um Fundo de Investimento em Participações.....	55
Figura 5 – Exemplo de estrutura de um Fundo de Investimento em Participações (valores fictícios).....	55
Figura 6 – Ilustração do Pentágono da Fraude.....	75

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Métodos de avaliação possíveis para investimentos em mercados emergentes.....	62
Quadro 2 – Critérios de avaliação da Chamada Pública para a seleção de gestor e administrador.....	71

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 –	Resultado financeiro dos Regimes Próprios de Previdência Social dos Estados, do Distrito Federal, dos Municípios, da União, do Sistema de Proteção Social dos Militares e do Fundo Constitucional do Distrito Federal – em R\$ bilhões.....	25
Tabela 2 –	Resultado atuarial da União, dos Estados, dos Municípios e do Fundo Constitucional do Distrito Federal – em R\$ bilhões.....	27
Tabela 3 –	Estrutura jurídica dos Regimes Próprios de Previdência Social – por Região brasileira.....	29
Tabela 4 –	Resumo dos limites da Resolução CMN nº 4.963, de 25 de novembro de 2021.....	41
Tabela 5 –	<i>Performance</i> de gestores de <i>Private Equity</i> e Fundos de Ações nos Estados Unidos da América e na Europa.....	69
Tabela 6 –	Avaliações empreendidas do ativo SALA SUJA.....	114

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AAI	- Agente Autônomo de Investimentos
ABVCAP	- Associação Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>
AEPS	- Anuário Estatístico da Previdência Social
ANBIMA	- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
AP	- Ação Penal
APR	- Autorização de Aplicação e Resgate
art.	- Artigo
B3	- Brasil, Bolsa, Balcão
BCB	- Banco Central do Brasil
BM&F BOVESPA	- Bolsa de Mercadorias e Futuros + Bolsa de Valores de São Paulo
<i>BP</i>	- <i>Balanço Patrimonial</i>
BV	- <i>Book Value</i>
CA	- Conselho de Administração
CABOPREV	- Instituto de Previdência Social dos Servidores do Município de Cabo de Santo Agostinho
CAGR	- <i>Compound Annual Growth Rate</i>
CCB	- Cédula de Crédito Bancário
CD	- Conselho Deliberativo
CDI	- Certificado de Depósito Interbancário
CETIP	- Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos
CF	- Conselho Fiscal
CGE	- Certificação de Gestores ANBIMA para Fundos Estruturados
CI	- Comitê de Investimentos
CMN	- Conselho Monetário Nacional
CNPJ	- Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica
CP	- Código Penal
CPF	- Cadastro de Pessoas Físicas
CRP	- Certificado de Regularidade Previdenciária
CTVM	- Corretora de Títulos e Valores Mobiliários

CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
DAIR	- Demonstrativo de Aplicações e Investimentos dos Recursos
DCF	- <i>Discounted Cash Flow</i>
DF	- Distrito Federal
DFA	- Demonstração Financeira Auditada
DI	- Depósito Interbancário
Dr.	- Doutor
Dra.	- Doutora
DTVM	- Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários
EBITDA	- <i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
ECO	- Departamento de Economia
EFPC	- Entidade Fechada de Previdência Complementar
EUA	- Estados Unidos da América
EV	- <i>Enterprise Value</i>
FACE	- Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas
FBI	- <i>Federal Bureau of Investigation</i>
FCDF	- Fundo Constitucional do Distrito Federal
FI	- Fundo de Investimento
FIDC	- Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FII	- Fundo de Investimento Imobiliário
FIEE	- Fundo de Investimento em Empresas Emergentes
FIM	- Fundo de Investimento Multimercado
FINEP	- Financiadora de Estudos e Projetos
FIP	- Fundo de Investimento em Participações
FMA	- Fundo de Investimento em Ações – Mercado de Acesso
FUNCEF	- Fundação dos Economistas Federais
GP	- <i>General Partner</i>
IDkA	- Índice de Duração Constante ANBIMA
IE	- Investidor Estrangeiro
IF	- Instituição Financeira

IFC	- <i>International Finance Corporation</i>
IMA	- Índice de Mercado ANBIMA
inc.	- Inciso
INPC	- Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IPCA	- Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPO	- <i>Initial Public Offering</i>
IPREV	- Instituto de Previdência
LIG	- Letra Imobiliária Garantida
LLC	- <i>Limited Liability Company</i>
LP	- <i>Limited Partner</i>
MCTI	- Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação
MPF	- Ministério Público Federal
MPS	- Ministério da Previdência Social
MTP	- Ministério do Trabalho e Previdência
MV	- <i>Market Value</i>
nº	- Número
ORCRIM	- Organização Criminosa
P/L	- Preço/Lucro
PAI	- Política Anual de Investimentos
PDD	- Provisão para Devedores Duvidosos
PE	- <i>Private Equity</i>
PETROS	- Fundação PETROBRAS de Seguridade Social
PF	- Polícia Federal
PL	- Patrimônio Líquido
POSTALIS	- Fundo de Pensão dos Funcionários do Correios
PPGECO	- Programa de Pós-Graduação em Economia
PREVI	- Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil
Prof.	- Professor
Profa.	- Professora
ROB	- Receita Operacional Bruta
ROT	- Receita Operacional Total
RPPS	- Regime Próprio de Previdência Social
S.A.	- Sociedade Anônima

SEC	- <i>Security and Exchange Commission</i>
SECO	- <i>State Secretariat for Economic Affairs</i>
SEPREV	- Secretaria Especial de Previdência e Trabalho
SFN	- Sistema Financeiro Nacional
SPSM	- Sistema de Proteção Social dos Militares
STF	- Supremo Tribunal Federal
TPF	- Título Público Federal
UF	- Unidade da Federação
UnB	- Universidade de Brasília
VC	- <i>Venture Capital</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	17
1.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS	17
1.2 PROBLEMAS	18
1.3 OBJETIVOS	19
1.3.1 Objetivo geral	19
1.3.2 Objetivos específicos	19
1.4 JUSTIFICATIVA	19
1.5 RELEVÂNCIA	20
1.6 SOBRE O ESCOPO	21
1.7 ESTRUTURA	21
2 REFERENCIAL TEÓRICO	23
2.1 REGIME PRÓPRIO DE PREVIDÊNCIA SOCIAL	23
2.1.1 Situação financeira	24
2.1.2 Estrutura jurídica	28
2.1.3 Gestão e governança	29
2.1.3.1 Leis e Portarias do Ministério da Previdência Social em prol da gestão de recursos de Regime Próprio de Previdência Social	29
2.1.3.2 Normas do Conselho Monetário Nacional em prol da gestão de recursos de Regime Próprio de Previdência Social	34
2.1.3.3 Estrutura de gestão dos Regimes Próprios de Previdência Social	44
2.1.3.4 Obrigações dos responsáveis pela gestão dos Regimes Próprios de Previdência Social	48
2.2 FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES	51
2.2.1 Definição	51
2.2.2 Estrutura	52
2.2.3 Operacionalização	55
2.2.3.1 Estruturação e constituição	55
2.2.3.2 Captação de recursos	57
2.2.3.3 Investimentos, gestão e acompanhamento	58

2.2.3.4 Saída/Desinvestimento dos ativos e encerramento do Fundo de Investimentos em Participações	59
2.2.4 Avaliação de ativos líquidos em Fundos de Investimentos em Participações	61
2.2.4.1 Método de comparáveis ou múltiplos – Avaliação Relativa	63
2.2.4.2 Método do fluxo de caixa descontado	64
2.2.5 Risco dos investimentos em Fundos de Investimentos em Participações	65
2.2.6 Seleção dos administradores/gestores de Fundos de Investimentos em Participações	68
2.2.7 Remunerações dos administradores/gestores de Fundos de Investimentos em Participações	72
2.3 FRAUDES NO MERCADO FINANCEIRO VERSUS TIPOS PENAIS	73
2.3.1 Fraudes no mercado financeiro e Regime Próprio de Previdência Social	73
2.3.2 Definições legais e tipos penais recorrentes em crimes financeiros contra Regime Próprio de Previdência Social	77
3 ESTUDO DE CASO: FRAUDES EM FIP APORTADO POR RPPS	96
3.1 FIP ANALISADO	96
3.2 VALUATIONS FRAUDULENTOS	113
3.3 QUANTIFICAÇÃO DOS GANHOS DA ORCRIM DA LOCO DTVM COM O CONQUISTA FIP	119
3.4 QUANTIFICAÇÃO DAS PERDAS DOS RPPS COM SEUS APORTES NO CONQUISTA FIP	120
4 CONCLUSÃO	121
REFERÊNCIAS	123

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Em reportagem da revista *Isto É – Dinheiro*, de 31 de maio de 2019, intitulada *Previdência saqueada*, Gabriel Baldocchi informa que as estimativas dos auditores da Secretaria de Previdência¹ é que cerca de R\$ 10 bilhões tenham sido “perdidos”/desviados de Institutos de Previdência (IPREVs) municipais e estaduais, conhecidos como Regimes Próprios de Previdência Social (RPPSs), nas décadas anteriores, em investimentos financeiros fraudulentos e/ou com papéis podres.

De fato, diversas investigações empreendidas pela Polícia Federal (PF) já demonstraram a fragilidade do processo de investimento dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), responsáveis pela geração de parcela da remuneração dos servidores públicos dos respectivos entes federados, que devem, por Lei, contribuir de forma obrigatória e mensal. Em tais investigação tem-se verificado, na gestão desses recursos, a ocorrência de diversas fraudes, sobretudo, na parcela investida em fundos de investimentos.

Dessa feita, a presente pesquisa teve como tema central o estudo e detalhamento do *modus operandi* de um desses Fundos de Investimento (FIs) fraudulentos aportados por RPPSs de todo o país que causaram e causam, até hoje, prejuízos aos seus cofres. Na empreitada escolheu-se um FI já investigado pela PF, pela Secretaria de Previdência e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Trata-se de um Fundo de Investimento em Participações (FIP) investigado inicialmente pela PF na Operação Fundo Fake, da delegacia descentralizada de Vilhena, Rondônia, deflagrada em meados de julho de 2020.

A trajetória profissional do signatário, de cerca de 18 anos de trabalho na PF, apontou que as operações fraudulentas realizadas por Instituições Financeiras (IFs) administradoras e gestoras de FIs carecem de um maior entendimento técnico, um maior estudo econômico-financeiro e uma maior conceituação teórica, com vistas a buscar maior robustez das provas técnicas na seara criminal.

¹ Na época, a Secretaria de Previdência se encontrava no Ministério da Economia.

Nesse viés, a presente pesquisa buscou sanar uma lacuna vislumbrada na materialização das provas técnicas dos crimes contra o Sistema Financeiro Nacional (SFN) e o Mercado de Capitais, notadamente aqueles que envolvem investimentos de IPREVs municipais e estaduais, os RPPSs, em FIs fraudulentos. Além disso, buscou-se aliar os achados técnicos com as tipificações penais atreladas a estas condutas, visando clarificar, para os operadores do Direito Penal, os respectivos atos ilícitos.

1.2 PROBLEMAS

Considerando o aumento da incidência de crimes financeiros contra o patrimônio dos RPPSs, que tem levado os mesmos à déficits financeiros e atuariais expressivos (SECOM TCU, 2016), bem como a grave problema social atual e futuro, o presente estudo trouxe à discussão e ao entendimento os seguintes problemas:

- Como são as práticas fraudulentas de administradores e gestores de FIs que tem levado os RPPSs a prejuízos financeiros?
- Qual a correlação dessas práticas com os crimes previstos nas Leis nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (BRASIL, 1976a), e nº 7.492, de 16 de junho de 1986 (BRASIL, 1986)?
- Qual a atuação de consultores de investimentos contratados por RPPS na indicação de investimentos temerários e/ou fraudulentos? Há crimes tipificados nesses atos?
- Qual a participação do núcleo administrativo dos RPPSs nos investimentos temerários e/ou fraudulentos e seus efeitos criminais? e
- Qual a participação de empresas de avaliação de ativos e empresas de auditoria para que as fraudes perpetradas nos FIs prosperassem? Que crimes foram cometidos por esses agentes?

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo geral

Investigar e detalhar o *modus operandi* das fraudes econômico-financeiras ocorridas na administração/gestão de um FI que recebeu aportes financeiros de vários RPPSs do país.

1.3.2 Objetivos específicos

- Descrever como funcionam as tomadas de decisões de investimentos dos RPPSs e quais as normas que disciplinam tais atos;
- Demonstrar quais são as atitudes esperadas de gestores de RPPS antes da tomada de decisão de investimentos;
- Analisar o papel de uma consultoria de investimentos de um RPPS e as possibilidades de conflitos de interesse com outros agentes do mercado financeiro;
- Verificar como empresas avaliadoras de ativos e empresas de auditoria podem corroborar tecnicamente para a ocorrência de fraudes financeiras em FIs;
- Entender o papel de protagonismo dos administradores e gestores de FIs na consecução de práticas fraudulentas e buscar explicar tecnicamente tais atos;
- Correlacionar as manobras fraudulentas verificadas com os tipos penais existentes, buscando clarificar a materialidade delitiva das ações; e
- Ilustrar o impacto financeiro negativo real e potencial dos RPPSs que investiram no FI analisado.

1.4 JUSTIFICATIVA

A maior contribuição das linhas que se seguem se deu na investigação e no detalhamento do *modus operandi* de um FI, considerado fraudulento pela PF, que teve aportes de diversos RPPSs do país, buscando detalhar as ações de seus administradores e gestores nos seguintes tópicos:

- Compra e venda de ativos que compuseram tal FI;
- Negociações de cotas;
- Avaliação e supervisão dos ativos;
- Transparência das informações prestadas aos cotistas;
- Relação com consultorias que prestavam serviços a RPPS;
- Custódia e movimentação financeira do patrimônio dos fundos;
- Mudanças nos regulamentos dos fundos;
- Cobrança de taxas de administração, gestão e performance;
- Reflexo do “efeito cascata” dos investimentos cruzados entre FIs de mesma administração/gestão; e
- Administração/gestão do risco dos investimentos realizados pelos fundos.

E ainda, a presente pesquisa contribui de forma direta para a confrontação entre os atos e as ações consideradas fraudulentas com os tipos penais previstos nas Leis nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986) e nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976a), que tratam de crimes contra o SFN e contra o Mercado de Capitais, respectivamente.

Assim, nesses casos, buscou-se o fortalecimento da prova técnica, trazendo maior segurança jurídica aos operadores do Direito Penal, com a comprovação inequívoca das circunstâncias, da autoria e da materialidade desses crimes, pois, o tema em comento possui certa complexidade técnica que exige conhecimentos avançados em Economia e Finanças.

1.5 RELEVÂNCIA

O presente estudo tem sua relevância concentrada no combate à gestão fraudulenta e corrupção de gestores e administradores de RPPSs e FIs que, em conluio, com ou sem o apoio de consultorias, tem desviado, via operações financeiras fraudulentas, bilhões de reais dos cofres desses entes públicos, agravando sensivelmente o problema do déficit da previdência pública brasileira.

Dessa feita, buscou-se contribuir destrinchando tecnicamente o *modus operandi* de fraudes vinculadas ao mercado financeiro e sua respectiva correlação com os tipos penais alcançados pelas ações.

1.6 SOBRE O ESCOPO

Consideravelmente amplo, o tema de pesquisa aqui apontado apresenta a necessidade de indicar o que não foi realizado ou abordado nas linhas que se seguem, inclusive, para suportar que outros estudos avancem sobre a temática, a saber:

- Análises de todos os FIs com vestígios de fraudes que tiveram aportes de RPPS;
- Comparação de investimentos entre RPPSs;
- Uso de metodologias de estudos de carteiras eficientes para RPPS;
- Análises financeiras da situação atuarial de RPPS;
- Estudos sobre problemas de interpretação, aplicabilidade e subjetividade de tipos penais da Lei de Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional (Lei nº 7.492/1986) (BRASIL, 1986); e
- Entrevistas com profissionais gestores de RPPS e administradores/gestores de FIs.

1.7 ESTRUTURA

Na presente pesquisa fez-se uso da metodologia de estudo de caso, com análise qualitativa de informações disponíveis sobre a temática proposta.

Dessa feita, sua estrutura foi assim fundamentada:

- Capítulo 1, que trata da introdução, delimitando o escopo e não escopo da pesquisa e apresentando a definição do problema e os objetivos de alcance;
- Capítulo 2, que trata do referencial teórico, abarcando os seguintes temas: “Regime Próprio de Previdência Social” (situação financeira, regras para investimentos financeiros e legislações do mercado financeiro aplicadas); “Fundos de Investimento em Participações” (principais aspectos, em prol do entendimento das fraudes perpetradas pelos principais atores envolvidos); e, “fraudes no mercado financeiro versus tipos penais” (correlação das operações fraudulentas, dos atos de apropriação de valores, de informar falsamente ou esconder informações financeiras, de conluio entre agentes do mercado financeiro, de fraudar documentos contábeis, fraudar avaliações

imobiliárias, fraudar valuations, agir com “cegueira deliberada” etc., com, principalmente, mas não exaustivamente, os tipos penais previstos nas Leis nºs nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986) e nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976a), que tratam de crimes contra o SFN e contra o Mercado de Capitais, respectivamente);

- Capítulo 3, onde se tem a descrição detalhada do histórico do FI investigado, desde sua constituição, seus primeiros cotistas, administradores e gestores, até a entrada de RPPS como cotistas e posteriores problemas com os ativos investidos, sendo analisados potenciais conflitos de interesse verificados, operações fraudulentas executadas e análises financeiras de *performance* de cota e seus reflexos nas taxas recebidas pelos administradores e gestores do fundo de seus cotistas, além de verificados os retornos obtidos pelos RPPSs, caso tenham ocorrido, e realizada uma confrontação com a taxa livre de risco do país em busca de quantificar minimamente os prejuízos porventura sofridos.
- Capítulo 4, que trata das conclusões finais do estudo e apresentação de sugestões de pesquisa e continuidade da empreitada.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 REGIME PRÓPRIO DE PREVIDÊNCIA SOCIAL

O RPPS está previsto no art. 40 da Carta Magna de 1988, *in verbis*:

Art. 40. O regime próprio de previdência social dos servidores titulares de cargos efetivos terá caráter contributivo e solidário, mediante contribuição do respectivo ente federativo, de servidores ativos, de aposentados e de pensionistas, observados critérios que preservem o equilíbrio financeiro e atuarial. (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 103, de 2019) [...] (BRASIL, 1988).

Os RPPSs advêm do direito social de previdência instituído a todos os brasileiros pelo art. 6º da Carta Magna (BRASIL, 1988), que possui a previsão de garantir assistência aos cidadãos em caso de incapacidade ou inatividade em sua função laborativa, bem como de garantir assistência financeira por aposentadoria mediante contribuição comprovada pelo tempo laborado.

No caso específico dos servidores efetivos do setor público, há previsão legal para a instituição de RPPSs, que, conforme Carvalho Filho (2020), consiste em um conjunto de regras constitucionais e legais que regem os benefícios outorgados aos servidores públicos destinados a assegurar aos mesmos e a seus familiares, amparo, apoio e retribuição pecuniária em virtude da ocorrência de fatos especiais previstos na legislação.

Segundo Louzano *et al.* (2019), tendo o ente público instituído o RPPS, a consequência imediata é a filiação obrigatória e contribuição compulsória dos seus servidores para esta previdência.

Atualmente, existem no Brasil cerca de 2.145 RPPSs, que contam com quase 10 milhões de segurados ativos (servidores) e beneficiários (aposentados e pensionistas) dos RPPSs da União, do Fundo Constitucional do Distrito Federal (FCDF), dos Estados e dos Municípios, sendo responsáveis pela gestão de recursos acumulados superiores a R\$ 270 bilhões (BRASIL, [s. n. t.]).

2.1.1 Situação financeira

Conforme o art. 40 da Carta Magna (BRASIL, 1988), o objetivo primordial de um RPPS é buscar o seu equilíbrio financeiro e atuarial, de modo a cumprir satisfatoriamente com suas obrigações.

O equilíbrio financeiro é a garantia de que as receitas previdenciárias de um exercício financeiro (um ano) serão suficientes para cobrir as despesas previdenciárias desse período, conforme conceito de fluxo de caixa simples.

Já o equilíbrio atuarial se trata da garantia de que as receitas previdenciárias (contribuições para o sistema) sejam suficientes para a cobertura das despesas previdenciárias futuras (benefícios assegurados pelo RPPS). Assim, para o cálculo atuarial, conforme Gushiken *et al.* (2002, p. 156-157):

[...] utilizam-se projeções futuras que levam em consideração uma série de hipóteses atuariais, tais como a expectativa de vida, entrada em invalidez, taxa de juros, taxa de rotatividade, taxa de crescimento salarial, dentre outros, incidentes sobre a população de segurados e seus correspondentes direitos previdenciários.

Ocorre que tais equilíbrios não vêm sendo alcançados. A realidade financeira tem sido dura e alarmante para os cofres dos RPPSs. Segundo o Anuário Estatístico da Previdência Social (AEPS) 2021/2022 (BRASIL, 2023), os RPPSs de todo o país, somados, vêm tendo, ano após ano, déficits financeiros significativos, além dos déficits apresentados pelos cálculos atuariais.

Conforme evidenciado nas tabelas 1 e 2 e no gráfico 1, a seguir, no ano de 2021, por exemplo, o déficit financeiro dos RPPSs de municípios foi da ordem de R\$ 8,7 bilhões, enquanto o déficit financeiro dos RPPSs dos Estados e do Distrito Federal foi de cerca de R\$ 74,4 bilhões.

Já o déficit atuarial dessas instituições, calculado para o ano de 2022, chega a montantes de cerca de R\$ 890 bilhões e R\$ 2,38 trilhões para os municípios e as Unidades da Federação (UFs), respectivamente. São valores estarrecedores, que dão a medida de como a questão deve ser encarada como prioridade pública, de segurança social e financeira da nação.

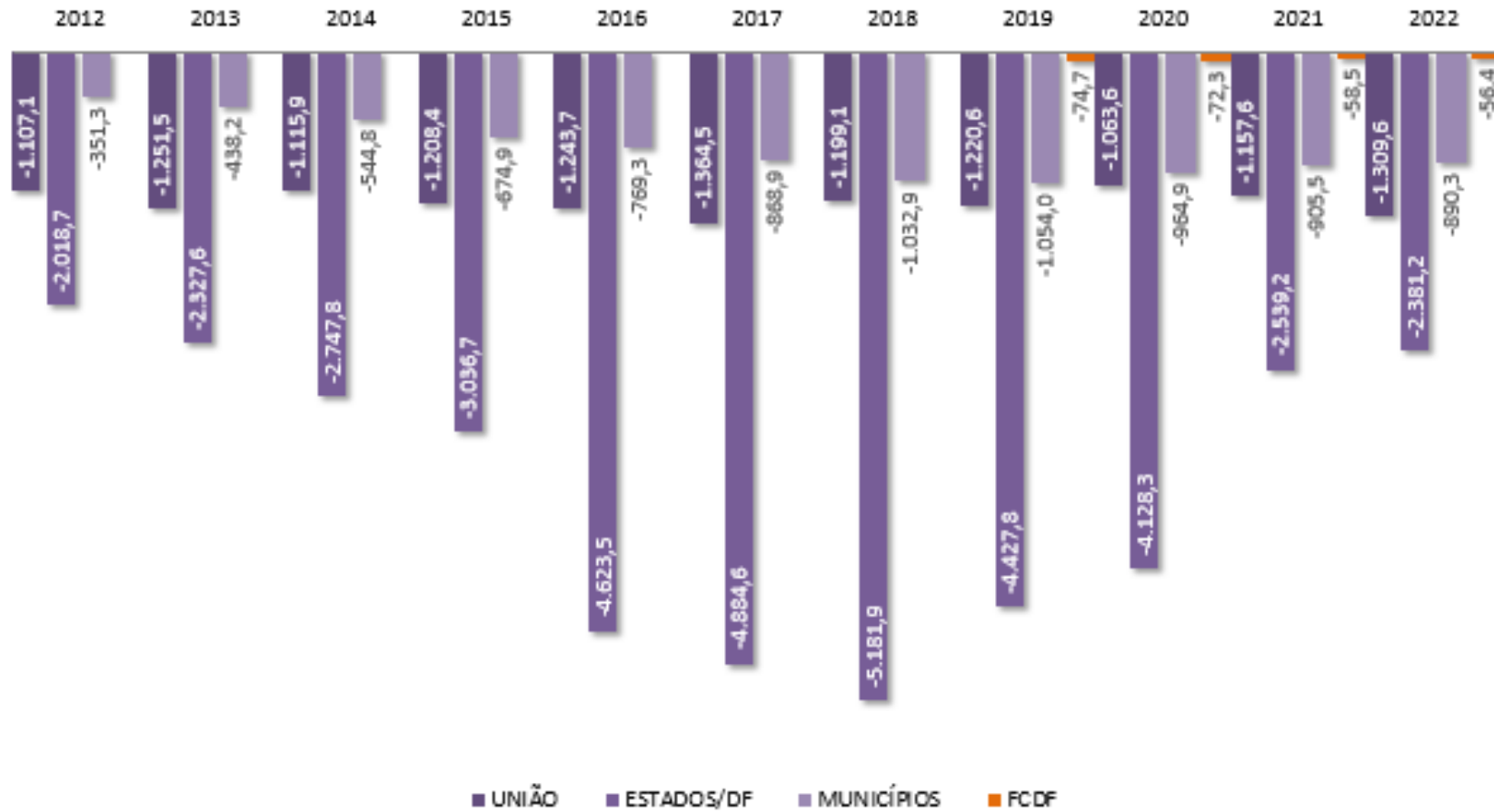
Tabela 1 – Resultado financeiro dos Regimes Próprios de Previdência Social dos Estados, do Distrito Federal, dos Municípios, da União, do Sistema de Proteção Social dos Militares e do Fundo Constitucional do Distrito Federal – em R\$ bilhões.

Agentes	Receitas e Despesas Totais	Ano				
		2017	2018	2019	2020	2021
Municípios (capitais e demais municípios)	Receita	45,6	42,4	50,6	47,9	52,1
	Despesa	44,1	50,7	56,9	57,7	60,8
	Resultado	1,5	-8,3	-6,3	-9,8	-8,7
Estados e DF	Receita	71,8	72,0	62,2	68,5	85,1
	Despesa	165,2	169,2	141,4	145,9	159,5
	Resultado	-33,4	-37,2	-79,2	-77,4	-74,4
SPSM	Receita	-	-	14,5	11,4	9,9
	Despesa	-	-	45,2	50,9	48,0
	Resultado	-	-	-30,7	-39,5	-38,1
União – Cíveis	Receita	33,5	33,4	33,2	39,5	40,7
	Despesa	76,2	76,4	86,2	87,9	88,8
	Resultado	-42,7	-45,0	-53,0	-48,4	-48,1
União – Militares	Receita	2,2	2,4	2,7	6,7	8,4
	Despesa	41,0	46,2	49,7	51,5	54,1
	Resultado	-38,9	-43,9	-47,0	-44,8	-45,7
FCDF	Receita	0,4	0,3	0,3	0,6	0,6
	Despesa	4,9	5,0	5,3	6,5	6,7
	Resultado	-4,5	-4,8	-5,0	-5,9	-6,1
Demais	Receita	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Despesa	2,1	1,4	0,0	0,0	0,0
	Resultado	-2,1	-1,4	0,0	0,0	0,0
Resultado Financeiro Estimado		-180,0	-200,6	-221,2	-225,8	-221,1

Onde: DF – Distrito Federal; FCDF – Fundo Constitucional do Distrito Federal; e, SPSM – Sistema de Proteção Social dos Militares.

Fonte: Brasil (2023).

Gráfico 1 – Evolução do resultado atuarial – em R\$ bilhões.



Onde: DF – Distrito Federal; e, FCDF – Fundo Constitucional do Distrito Federal.

Fonte: Brasil (2023).

Tabela 2 – Resultado atuarial da União, dos Estados, dos Municípios e do Fundo Constitucional do Distrito Federal – em R\$ bilhões.

Agentes	Avaliação										
	Ano 2012 – Base 31.12.2011	Ano 2013 – Base 31.12.2012	Ano 2014 – Base 31.12.2013	Ano 2015 – Base 31.12.2014	Ano 2016 – Base 31.12.2015	Ano 2017 – Base 31.12.2016	Ano 2018 – Base 31.12.2017	Ano 2019 – Base 31.12.2018	Ano 2020 – Base 31.12.2019	Ano 2021 – Base 31.12.2020	Ano 2022 – Base 31.12.2021
União	-1.107,1	-1.251,5	-1.115,9	-1.208,4	-1.243,7	-1.364,5	-1.199,1	-1.220,6	-1.063,6	-1.157,6	-1.309,6
FCDF	-	-	-	-	-	-	-	-74,7	-72,3	-58,5	-56,4
Estados e DF	-2.018,7	-2.327,6	-2.747,8	-3.036,7	-4.623,5	-4.884,6	-5.181,9	-4.427,8	-4.128,3	-2.539,2	-2.381,2
Municípios	-351,3	-438,2	-544,8	-674,9	-769,3	-868,9	-1.032,9	-1.054,0	-964,9	-905,5	-890,3
Total	-3.477,0	-4.017,3	-4.408,5	-4.920,1	-6.636,5	-7.118,0	-7.413,9	-6.777,1	-6.229,1	-4.660,8	-4.637,5

Onde: DF – Distrito Federal; e, FCDF – Fundo Constitucional do Distrito Federal.

Fonte: Brasil (2023).

Dessa feita, José (2017) analisou, no período 2014-2016, a rentabilidade de 67 RPPSs de municípios do Estado de Santa Catarina. Se considerada a meta atuarial, de inflação (Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC) + 6%, verificou-se que em apenas seis das 201 observações foi cumprida a meta (apenas 3% da amostra).

Para Nogueira (2011 *apud* JOSÉ, 2017), o fato de grande parte dos RPPSs apresentarem déficits atuariais elevados deve ser tratado como uma ação de política pública do Estado, tendo como foco seu equacionamento, de modo que permita um equilíbrio no sistema e no regime.

2.1.2 Estrutura jurídica

Ainda analisando o AEPS 2021/2022 (BRASIL, 2023), têm-se os dados da tabela 3, a seguir, onde, dos 2.144 RPPSs existentes, 474, ou cerca de 22,11%, se encontram instituídos como órgãos da administração direta dos entes federativos, na forma de fundos contábeis. A consequência evidente da formatação desses fundos é que o chefe do Executivo tem elevado poder e influência na gestão – o que pode ensejar em decisões políticas em detrimento de decisões financeiras na gestão do fundo.

Em outra esteira, 1.348 RPPSs, ou 62,87%, foram constituídos como autarquias independentes, com gestão descentralizada do ente federativo, sem subordinação direta ao chefe do Executivo. Trata-se de claro avanço de governança em relação aos fundos contábeis supracitados. Entretanto, cabe a ressalva de que a propositura de ditames sobre a organização administrativa dessas autarquias tem origem no chefe do Executivo, passando por aprovação das casas legislativas concernentes.

Dessa forma, por exemplo, a decisão sobre se um presidente de RPPS será eleito por eleição democrática ou indicação do chefe do Executivo depende de legislação proposta pelo Executivo e aprovada pelo Legislativo.

Em menor número de RPPS, 87, aparece a natureza jurídica das fundações de direito público, que se assemelham às autarquias pela gestão independente do chefe do Executivo. Nos dados do AEPS supracitado (BRASIL, 2023) têm-se outras duas categorias – “outros” e “não informado” – que somam 235 RPPSs. Certo é que de cada três RPPS instituídos no Brasil, no mínimo, dois RPPSs possuem gestão

independente em instituições apartadas da administração direta dos entes federativos.

Tabela 3 – Estrutura jurídica dos Regimes Próprios de Previdência Social – por Região brasileira.

Região	Autarquia	Fundação de Direito Público	Órgão da Administração Direta	Outros	Não Informado	Total Geral
Centro-Oeste	228	18	79	4	1	330
Norte	78	4	8	9	25	124
Nordeste	340	16	95	13	91	555
Sul	229	33	258	56	3	579
Sudeste	473	16	34	14	19	556
Total	1348	87	474	96	139	2144

Fonte: Adaptado de Brasil (2023).

2.1.3 Gestão e governança

Não há como tratar de gestão e governança dos RPPSs sem analisar as legislações federais, as Portarias do Ministério da Previdência Social (MPS) e as Resoluções do Conselho Monetário Nacional (CMN) afetas ao tema.

2.1.3.1 Leis e Portarias do Ministério da Previdência Social em prol da gestão de recursos de Regime Próprio de Previdência Social

A Lei nº 9.717, de 27 de novembro de 1998 (BRASIL, 1998b), é considerada o marco inicial das regras gerais para a organização e o funcionamento de todos os RPPSs. Em seu art. 1º, enunciou como princípio geral para os RPPSs a busca da garantia de seu equilíbrio financeiro e atuarial, *in verbis*:

Art. 1º Os regimes próprios de previdência social dos servidores públicos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, dos militares dos Estados e do Distrito Federal deverão ser organizados, baseados em normas gerais de contabilidade e atuária, de modo a garantir o seu equilíbrio financeiro e atuarial, observados os seguintes critérios:
[...] (BRASIL, 1998).

Tal ditame ainda apresenta dois artigos importantes que trouxeram regras para a constituição dos fundos previdenciários e penalidades aos entes por descumprimentos, *in verbis*:

Art. 6º Fica facultada à União, aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios, a constituição de fundos integrados de bens, direitos e ativos, com finalidade previdenciária, desde que observados os critérios de que trata o artigo 1º e, adicionalmente, os seguintes preceitos:

I - (Revogado pela Medida Provisória nº 2.187-13, de 2001)

II - existência de conta do fundo distinta da conta do Tesouro da unidade federativa;

III - (Revogado pela Medida Provisória nº 2.187-13, de 2001)

IV - aplicação de recursos, conforme estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional;

V - vedação da utilização de recursos do fundo de bens, direitos e ativos para empréstimos de qualquer natureza, inclusive à União, aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios, a entidades da administração indireta e aos respectivos segurados;

VI - vedação à aplicação de recursos em títulos públicos, com exceção de títulos do Governo Federal;

VII - avaliação de bens, direitos e ativos de qualquer natureza integrados ao fundo, em conformidade com a Lei nº 4.320, de 17 de março de 1964 e alterações subseqüentes;

VIII - estabelecimento de limites para a taxa de administração, conforme parâmetros gerais;

IX - constituição e extinção do fundo mediante lei.

Parágrafo único. No estabelecimento das condições e dos limites para aplicação dos recursos dos regimes próprios de previdência social, na forma do inciso IV do caput deste artigo, o Conselho Monetário Nacional deverá considerar, entre outros requisitos: (Incluído pela Lei nº 13.846, de 2019)

I - a natureza pública das unidades gestoras desses regimes e dos recursos aplicados, exigindo a observância dos princípios de segurança, proteção e prudência financeira; (Incluído pela Lei nº 13.846, de 2019)

II - a necessidade de exigência, em relação às instituições públicas ou privadas que administram, direta ou indiretamente por meio de fundos de investimento, os recursos desses regimes, da observância de critérios relacionados a boa qualidade de gestão, ambiente de controle interno, histórico e experiência de atuação, solidez patrimonial, volume de recursos sob administração e outros destinados à mitigação de riscos. (Incluído pela Lei nº 13.846, de 2019)

Art. 7º O descumprimento do disposto nesta Lei pelos Estados, Distrito Federal e Municípios e pelos respectivos fundos, implicará, a partir de 1º de julho de 1999:

I - suspensão das transferências voluntárias de recursos pela União;

II - impedimento para celebrar acordos, contratos, convênios ou ajustes, bem como receber empréstimos, financiamentos, avais e subvenções em geral de órgãos ou entidades da Administração direta e indireta da União;

III - suspensão de empréstimos e financiamentos por instituições financeiras federais.

IV - (Revogado pela Lei nº 13.846, de 2019) (BRASIL, 1998b).

Desde 2008, o MPS editou diversas Portarias que tiveram por objetivo regulamentar, disciplinar e melhorar a governança dos RPPSs. Em um breve

histórico, sem a intenção de exaurir o tema, seguem as principais evoluções de critérios e regras estabelecidos pelo MPS nessa área:

- Portaria MPS nº 155, de 15 de maio de 2008 (BRASIL, 2008a), que trata da regulamentação das regras para confecção da Política Anual de Investimentos (PAI) e para a certificação dos responsáveis pela aplicação dos recursos dos RPPSs;
- Portaria MPS nº 519, de 24 de agosto de 2011 (BRASIL, 2011b), que trata da criação do Demonstrativo Anual das Aplicações e Investimentos dos Recursos (DAIR), da necessidade de avaliação de desempenho das entidades contratadas e dos relatórios periódicos de avaliação de rentabilidade e risco dos investimentos;
- Portaria MPS nº 170, de 25 de abril de 2012 (BRASIL, 2012) (que alterou a Portaria MPS nº 519/2011), que trata da obrigatoriedade de cadastramento prévio das instituições e produtos que receberão aplicações financeiras dos RPPSs, da necessidade da utilização do formulário Autorização de Aplicação e Resgate (APR) para todas as aplicações e resgates de investimentos e da obrigatoriedade da existência de Comitês de Investimentos (CIs) nos RPPSs como auxílio no processo decisório quanto à execução da política de investimentos;
- Portaria MPS nº 440, de 9 de outubro de 2013 (BRASIL, 2013a) (que alterou a Portaria MPS nº 519/2011), que trata do aperfeiçoamento das regras de credenciamento das instituições e produtos que receberão aplicações financeiras dos RPPSs e do CI – este último deixando de ser órgão auxiliar e passando a ser obrigatoriamente participante das decisões quanto a execução das políticas de investimentos; e ainda, trata da maior publicidade/de maior transparência das informações referentes aos processos de investimento e desinvestimento de recursos do RPPS; e
- Portaria MPS nº 300, de 3 de julho de 2015 (BRASIL, 2015b) (que alterou a Portaria MPS nº 519/2011), que trata da criação de regras para a definição dos RPPSs considerados investidores qualificados e investidores profissionais.

Ainda na linha histórica de legislações e normativos, a aprovação da Lei nº 13.846, de 18 de junho de 2019 (BRASIL, 2019b), que promoveu alterações na Lei nº 9.717/1998 (BRASIL, 1998b), trouxe mais responsabilidade, segurança e governança aos RPPSs. No aspecto de governança, por exemplo, o ponto principal foi a inserção dos seguintes requisitos mínimos para a escolha dos dirigentes do RPPSs:

- Não ter sofrido condenação criminal ou incidido em alguma das demais situações de inelegibilidade (também para servidores dos quadros do Conselho Deliberativo – CD ou Conselho de Administração – CA, do Conselho Fiscal – CF e do CI);
- Possuir certificação e habilitação comprovadas (também para servidores dos quadros do CD ou do CA, do CF e do CI);
- Possuir comprovada experiência no exercício de atividade nas áreas financeira, administrativa, contábil, jurídica, de fiscalização, atuarial ou de auditoria; e
- Ter formação superior (BRASIL, 2020a).

No aspecto da responsabilização, a legislação em comento identificou os responsáveis por infrações à Lei (normas de organização e funcionamentos dos RPPSs), assim definidos:

- Responsáveis pelos poderes, órgãos ou entidades do ente estatal;
- Dirigentes da unidade gestora do RPPS;
- Membros dos Conselhos e Comitês; e
- Quaisquer profissionais que prestem serviços técnicos ao ente estatal ou ao RPPS, diretamente ou por intermédio de pessoa jurídica contratada (BRASIL, 2019b).

Infrações estas que devem ser apuradas mediante processo administrativo que tenha por base o auto, a representação ou a denúncia positiva dos fatos irregulares, assegurados ao acusado o contraditório e a ampla defesa.

Em relação à segurança nos investimentos, a Lei dispôs que as normas do CMN deverão impor critérios para as instituições administrarem recursos dos

RPPSs, tais como: boa qualidade de gestão; histórico e experiência de atuação; solidez patrimonial; e, volume de recursos sob administração (BRASIL, 2019b).

Além disso, dirigentes e demais responsáveis pelos investimentos serão solidariamente responsáveis, na medida de sua participação, pelo ressarcimento dos prejuízos decorrentes de aplicação em desacordo com a legislação vigente a que tiverem dado causa; incluídos, nessa esfera, consultores, distribuidores, IF, gestores e administradores (BRASIL, 2019b).

A Lei nº 13.846/2019 também reforçou atribuições do órgão de supervisão, nos seguintes aspectos:

- Clareza às competências da União para a definição de critérios de responsabilidade previdenciária, organização e funcionamento dos RPPSs;
- Orientação, supervisão, fiscalização e acompanhamento;
- Reforço da obrigatoriedade de envio à Secretaria Especial de Previdência e Trabalho (SEPREV) do Ministério da Economia das informações dos RPPSs (demonstrativos obrigatórios e informações solicitadas);
- Apuração de infrações e aplicação de penalidades;
- Competência para a emissão do Certificado de Regularidade Previdenciária (CRP); e
- Estabelecimento de parâmetros de organização e funcionamento do RPPS quanto a custeio, benefícios, gestão atuarial, contabilidade, aplicação e utilização de recursos previdenciários (BRASIL, 2019b).

Prosseguindo na evolução das regras de governança expedidas pelo MPS, tem-se a Portaria nº 1.467, de 2 junho de 2022 (BRASIL, 2022b), que trouxe enorme consolidação e atualização de várias normas anteriores, melhor normatizando e detalhando diversos pontos, de modo abrangente e objetivo.

Ali foram consolidados 87 atos do Ministério do Trabalho e Previdência (MTP) sobre as regras gerais de organização e funcionamento dos RPPSs dos servidores públicos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios (BRASIL, 2022b).

Tal Portaria, em seu capítulo VI, trata dos “Investimentos dos Recursos” dos RPPS, subdividindo-se em 11 seções que pormenorizam tópicos importantíssimos da gestão da aplicação de recursos, quais sejam:

- 1) Gestão da aplicação dos recursos;
- 2) Política de investimentos;
- 3) Credenciamento de instituições;
- 4) Alocações dos recursos;
- 5) Avaliação e monitoramento dos riscos;
- 6) Categorização dos RPPSs;
- 7) Aplicações em títulos públicos;
- 8) Precificação dos ativos integrantes das carteiras do RPPS;
- 9) Transparência das informações relativas aos investimentos;
- 10) Medidas em caso de desenquadramento; e
- 11) Segmento de empréstimos consignados (BRASIL, 2022b).

2.1.3.2 Normas do Conselho Monetário Nacional em prol da gestão de recursos de Regime Próprio de Previdência Social

Conforme o art. 6º da Lei nº 9.717/1998 (BRASIL, 1998b), as aplicações dos recursos dos RPPSs deveriam ter regras impostas pelo CMN. Neste sentido, a seguir, tem-se um histórico detalhado de tais normas, visando manter um referencial bibliográfico para pesquisadores, auditores, policiais, estudantes e demais interessados pela temática.

As regras em questão tiveram início com a Resolução CMN nº 2.652, de 23 de setembro de 1999 (BRASIL, 1999), que tinha como objetivo dispor sobre as aplicações dos recursos dos fundos com finalidade previdenciária. É a primeira norma voltada a gestão financeira dos RPPSs.

Tal Resolução estabeleceu, entre outras coisas, que os recursos dos RPPSs deveriam ser aplicados tendo presentes condições de segurança, rentabilidade, solvência e liquidez. E ainda, definiu limites de aplicação por tipo de ativo, mas não definiu limites de concentração por emissor.

A Resolução CMN nº 2.652/1999 (BRASIL, 1999) perdurou por cerca de cinco anos, até sua revogação pela edição da Resolução CMN nº 3.244, de 28 de outubro de 2004, que:

- Determinou os segmentos de aplicação (Renda Fixa, Renda Variável e Imóveis);

- Estabeleceu os tipos de ativos por segmentos, com seus respectivos limites de concentração;
- Indicou a forma de gestão financeira dos RPPSs (própria, por instituição autorizada pelo Banco Central do Brasil (BCB), ou mista); e
- Fixou limite de concentração de aplicação em ativos, em relação ao patrimônio líquido do RPPS, no percentual de 20% (BRASIL, 2004b).

Mais três anos se passaram e houve a revogação da Resolução CMN n° 3.244/2004 (BRASIL, 2004b) pela edição da Resolução CMN n° 3.506, de 26 de outubro de 2007, cujas principais mudanças e inovações foram:

- Adição da transparência nas condições necessárias para aplicação de recursos pelos RPPSs;
- Inserção da obrigatoriedade da confecção por parte dos RPPSs de uma PAI, que contemplasse, no mínimo, um modelo de gestão, a estratégia de alocação dos recursos (com foco na busca e manutenção do equilíbrio financeiro e atuarial) e os limites de concentração em um mesmo emissor;
- Inclusão da possibilidade de aplicação de até 15% em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), na forma de condomínio aberto;
- Aumento para 30% do limite para aplicação em Renda Variável e o estabelecimento do limite de concentração por emissor em 25%;
- Admissão da cobrança de taxa de *performance* por parte da administração/gestão dos FIs; e
- Apresentação de algumas vedações em aplicações (operações *Day Trade*², por exemplo) (BRASIL, 2007).

Seguindo com o histórico de normas do CMN, em 24 de setembro de 2009, foi a vez da edição da Resolução n° 3.790, que teve como inclusões relevantes:

- Inserir a possibilidade de aplicação de até 100% (ampliando o limite anterior de 80%) em FIs constituídos exclusivamente por Títulos Públicos Federais (TPFs);

² Assim consideradas as operações iniciadas e encerradas no mesmo dia, conforme conceituou a Resolução em questão.

- Adicionou a possibilidade de aplicação de até 15% em operações compromissadas lastreadas em TPFs;
- Alterou o limite de aplicação em fundos de Renda Fixa (condomínio aberto) de 15% para 30%;
- Incluiu a possibilidade de aplicação de até 5% em FIDCs na forma de condomínio fechado;
- Aumentou de 3% para 5% o limite para aplicação em Fundos de Investimento Multimercado (FIMs);
- Incluiu a possibilidade de aplicação de até 5% em FIPs; e
- Incluiu a possibilidade de aplicação de até 5% em Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs), com cotas negociadas na bolsa de valores (BRASIL, 2009).

No ano seguinte houve a revogação da norma vigente com a edição da Resolução CMN nº 3.922, de 25 de novembro de 2010, que trouxe as seguintes principais alterações:

- Em seu art. 3º, detalhou, objetivamente, quais são considerados os recursos dos RPPSs;
- Adicionou, como um dos requisitos da PAI, a inserção de parâmetros de rentabilidade a serem atingidos pelo RPPS;
- Inseriu a ressalva que os fundos constituídos exclusivamente por TPFs (que podem receber até 100% das aplicações dos RPPSs) devem possuir compromisso de buscar o retorno dos subíndices do Índice de Mercado ANBIMA³ (IMA) ou do Índice de Duração Constante ANBIMA (IDkA); e
- Admitiu a aplicação de até 5% em fundos de Renda Fixa que contenham em sua denominação a expressão “crédito privado” (BRASIL, 2010).

Tal Resolução se manteve vigente por cerca de 11 anos, ao passo que sofreu alterações significativas em virtude de três Resoluções subsequentes do CMN. As primeiras alterações partiram da Resolução CMN nº 4.392, de 19 de dezembro de 2014, com os seguintes pontos principais:

- Adição das Letras Imobiliárias Garantidas (LIGs) no rol de investimentos em Renda Fixa, com limite máximo de 20% dos recursos do RPPS;

³ Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

- Inserção dos fundos de índices no rol de investimentos em Renda Fixa, no mesmo patamar dos outros fundos classificados como Renda Fixa;
- Instituir que as aplicações em FIDCs de condomínios aberto e fechado devem ser em cotas sênior, mantendo os limites da norma anterior; e
- Vedação da negociação de cotas de fundos de índice em mercado de balcão (BRASIL, 2014).

Mais três anos se passaram até a edição da Resolução CMN nº 4.604, de 19 de outubro de 2017 (BRASIL, 2017b), que trouxe modificações substanciais na Resolução CMN nº 3.922/2010 (BRASIL, 2010), com o objetivo de preservar os recursos previdenciários, mitigar risco de fundos criados especificamente para RPPS e melhorar a qualidade dos ativos de crédito privado. Entre as alterações realizadas, as principais foram:

- Adição da motivação e adequação à natureza de suas obrigações como princípios básicos para aplicação de recursos pelos gestores dos RPPSs;
- Inserção de diversos novos critérios e condicionantes para os gestores dos RPPSs na aplicação dos seus recursos (boa-fé, lealdade, diligência, elevados padrões éticos, governança, comprovação de experiência profissional e conhecimento técnico, por exemplo);
- Divisão dos segmentos de aplicação de recursos em Renda Fixa, Renda Variável e Investimentos Estruturados (FIP, FII e FIM), excluindo a categoria Imóveis;
- Diminuição de 15% para 5% o limite de aplicações em operações compromissadas, lastreadas em títulos de emissão do Tesouro Nacional;
- Modificação de diversos limites para aplicações em fundos de Renda Fixa;
- Não distinção entre FIDC aberto ou fechado – limite de 5% (compartilhado);
- Apresentação, por parte do gestor do FIDC, de no mínimo de dez ofertas públicas encerradas e liquidadas;
- Quando do total das aplicações de todos os RPPSs em FIDC, máximo de 50% do total das cotas seniores;
- Quando da liquidez de FII, negociação em no mínimo 60% dos pregões nos últimos 12 meses;
- Impede aplicações no lançamento do FII;

- Limite de participação do RPPS no fundo (15% em regra) (FIDC, FI Renda Fixa Crédito Privado, FIM, FIP e FII: 5%);
- Quando do FIP, qualificado como entidade de investimento, investidas devem ser Sociedade Anônima (S.A.) e com demonstrações financeiras auditadas, valor dos ativos emitidos pelas investidas corresponda a, no máximo, 25% do total do capital subscrito do fundo, cobrança de taxa de *performance* feita no final, gestor do fundo de investimento ser cotista com no mínimo 5% do capital subscrito do fundo e, gestor do fundo com desinvestimento integral de, pelo menos, três sociedades investidas (BRASIL, 2017b).

Por conseguinte, houve a edição da Resolução CMN nº 4.695, de 27 de novembro de 2018 (BRASIL, 2018a), trazendo novas modificações parciais na Resolução CMN nº 3.922/2010 (BRASIL, 2010), visando preservar os recursos previdenciários, mitigar risco de fundos criados especificamente para RPPS e inovar na busca da responsabilização dos gestores e demais participantes do processo decisório e ampliando as oportunidades de investimento. Neste sentido, entre as alterações ali empreendidas, as mais notáveis foram:

- Novo acréscimo de critérios e condicionantes para os gestores dos RPPSs na aplicação dos seus recursos (adoção de regras, procedimentos e controle interno; e, realizar o prévio credenciamento⁴, o acompanhamento e a avaliação do gestor e do administrador dos FIs aportados);
- Definição dos responsáveis⁵ pela gestão dos recursos do RPPS pelos seus atos na cadeia decisória dos investimentos;
- Possibilidade de investimentos no exterior, limitados a até 10% dos recursos do RPPS; ou seja, fundos com, no mínimo, histórico de 12 meses de performance, além de gestores dos fundos em atividade há no mínimo cinco anos e com patrimônio mínimo sob gestão de US\$ 5 bilhões estadunidenses na data do aporte;

⁴ “Art. 1º [...]. § 3º Os parâmetros para o credenciamento das instituições de que trata o inciso VI do § 1º deverão contemplar, entre outros, o **histórico e experiência de atuação, o volume de recursos sob a gestão e administração da instituição, a solidez patrimonial, a exposição a risco reputacional, padrão ético de conduta e aderência da rentabilidade a indicadores de desempenho.** [...]” (BRASIL, 2018) (grifo nosso).

⁵ Em tópico adiante tem-se maior ênfase a estes atores.

- Possibilidade de aportes em Fundos de Investimentos em Ações – Mercado de Acesso (FMAs)⁶;
- Exclusão de número mínimo de negociações para que os FIs recebam investimentos;
- FIPs com redução de exigências para aportes por RPPS;
- Os RPPSs que comprovassem a adoção de melhores práticas de gestão previdenciária à Secretaria de Previdência do Ministério da Fazenda (programa Pró-Gestão⁷, abarcando as dimensões Controles Internos, Governança Corporativa e Educação Previdenciária), conforme níveis de aderência, teriam os limites ampliados;
- Inserção de condicionantes para o pagamento de taxa de *performance* de fundos investidos por RPPS;
- Investimentos dos RPPSs permitindo a aplicação apenas quando houver um gestor ou administrador obrigado a constituir Comitê de Auditoria⁸ e de Riscos⁹ nos termos das Resoluções CMN n°s 3.198, de 27 de maio de 2004 (BRASIL, 2004a), 4.557, de 23 de fevereiro de 2017 (BRASIL, 2017a); e
- Obrigatoriedade do RPPS avaliar possíveis conflitos de interesse entre prestadores de serviço e pessoas que participem de processos decisórios de investimentos.

Em 25 de novembro de 2021, foi editada a Resolução CMN n° 4.963, que revogou a Resolução CMN n° 3.922/2010 (BRASIL, 2010), disciplinando sobre as aplicações dos recursos dos RPPS, estando vigente atualmente. Basicamente, as principais alterações trazidas por tal Resolução, quando em comparação com a antiga, estão vinculadas:

- À governança dos RPPSs;
- Aos limites de alocação pelos RPPSs; e

⁶ Política de investimento de aplicar pelo menos 2/3 do patrimônio em ações de companhias listadas neste segmento, criado a partir da Instrução CVM n° 549, de 24 de junho de 2014 (BRASIL, 2014b), alteradora da Instrução CVM n° 409, de 18 de agosto de 2004 (BRASIL, 2004c).

⁷ Programa de Certificação Institucional e Modernização da Gestão dos RPPSs da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, instituído pela Portaria MPS n° 185, de 14 de maio de 2015 (BRASIL, 2015).

⁸ Obrigatório para instituições que possuam patrimônio de referência acima de R\$ 1 bilhão ou somatório das captações superior a R\$ 5 bilhões.

⁹ Constituição obrigatória para instituições financeiras enquadradas nos segmentos S1, S2 e S3.

- Às situações consideradas involuntárias para fins de desenquadramento da carteira dos RPPS (BRASIL, 2021).

A nova Resolução buscou estruturar as diversas alterações da Resolução anterior, ratificando normas de governança, obrigações e deveres dos gestores dos RPPSs. No campo dos segmentos de aplicações houve nova divisão, que aumentou de três para seis as seções, com a seguinte disposição final:

- Renda Fixa;
- Renda Variável;
- Investimentos no exterior;
- Investimentos estruturados (constando FIMs, FIPs e FMAs, que em Resolução anterior eram considerados no segmento Renda Variável;
- FIIs, anteriormente agrupados aos investimentos estruturados; e
- Empréstimos consignados (a segurados, na modalidade Consignados).

Tal foi a inovação na parte de aplicações da Resolução.

A tabela 4, a seguir, ilustra os percentuais limites de aplicação, vigentes, por segmentos e em função do nível de certificação do RPPS no programa Pró-Gestão.

Tabela 4 – Resumo dos limites da Resolução CMN nº 4.963, de 25 de novembro de 2021.

(continua)

Segmento	Ativos	Enquadramento da Resolução	Limites Percentuais dos Recursos (PL) do RPPS (%)										Limite do PL do RPPS por Produto (%)	Limite do PL do Produto (%)	
			Limite Base Permitido pela Resolução	Limite Bloco	Elevação Permitida Conforme Nível de Certificação no Programa Pró-Gestão (%)										
					Nível I		Nível II		Nível III		Nível IV				
					Limite Ativo	Limite Bloco	Limite Ativo	Limite Bloco	Limite Ativo	Limite Bloco	Limite Ativo	Limite Bloco			
Renda Fixa	Títulos Públicos Emissão do TN (SELIC)	Art. 7º, I, a.						100						Não se aplica	Não se aplica
	FI Renda Fixa 100% Títulos Públicos TN	Art. 7º, I, b.						100						100	100
	FI em Índice de Mercado de Renda Fixa (ETF) 100% TP TN	Art. 7º, I, c.						100						100	100
	Operações Compromissadas – Lastro em TP TN	Art. 7º, II.						5						Não se aplica	Não se aplica
	FI Renda Fixa	Art. 7º, III, a.	60	60	65	65	70	70	75	75	80	80		20	15
	FI em Índice de Mercado Renda Fixa (ETF)	Art. 7º, III, b.	60		65		70		75		80			20	15
	Ativos Financeiros de Renda Fixa – Emitidos por Instituição Financeira	Art. 7º, IV.						20						Não se aplica	Não se aplica

Tabela 4 – Resumo dos limites da Resolução CMN nº 4.963, de 25 de novembro de 2021.

(conclusão)

Segmento	Ativos	Enquadramento da Resolução	Limites Percentuais dos Recursos (PL) do RPPS (%)										Limite do PL do RPPS por Produto (%)	Limite do PL do Produto (%)
			Limite Base Permitido pela Resolução	Limite Bloco	Elevação Permitida Conforme Nível de Certificação no Programa Pró-Gestão (%)									
					Nível I		Nível II		Nível III		Nível IV			
					Limite Ativo	Limite Bloco	Limite Ativo	Limite Bloco	Limite Ativo	Limite Bloco	Limite Ativo	Limite Bloco		
Investimentos Estruturados	FI e FIC Multimercado	Art. 10, I.	10	15	10	15	10	15	15	20	15	20	20	15
	FI em Participações	Art. 10, II.	5		5		5		10		15		20	15
	FI "Ações – Mercado de Acesso"	Art. 10, III.	5		5		5		10		15		20	15
Fundos Imobiliários	FI Imobiliário	Art. 11.	5		5		10		15		20		20	15
Empréstimos Consignados	Empréstimos Consignados	Art. 12, I.	5						10				Não se aplica	Não se aplica
Limite Global – art. 14 da Resolução – Somatória dos Segmentos de Renda Variável (art. 8º) + Investimentos Estruturados (art. 10 + Fundos Imobiliários (art. 11)			30		35		40		50		60			

Fonte: elaboração própria.

2.1.3.3 Estrutura de gestão dos Regimes Próprios de Previdência Social

No presente estudo tem-se como questão basilar a definição dos responsáveis pela gestão do RPPS para as análises e os procedimentos dos órgãos de fiscalização e persecução penal. Dessa feita, o art. 1º da Resolução CMN nº 4.963/2021, traz essa definição *in verbis*:

Art. 1º Os recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal e pelos Municípios nos termos da Lei nº 9.717, de 27 de novembro de 1998, devem ser aplicados conforme as disposições desta Resolução.

[...].

§ 4º Entende-se por **responsáveis pela gestão**, para fins dessa resolução, as pessoas que participam do **processo de análise, de assessoramento e decisório** sobre a aplicação dos recursos dos regimes próprios de previdência social e os participantes do mercado de títulos e valores mobiliários no que se refere à **distribuição, intermediação e administração dos ativos** aplicados por esses regimes.

§ 5º Incluem-se no rol de pessoas previstas no § 4º, na medida de suas atribuições, os **gestores, dirigentes e membros dos conselhos e órgãos colegiados de deliberação, de fiscalização ou do comitê de investimentos** do regime próprio de previdência social, os **consultores** e outros profissionais que participem do processo de análise, de assessoramento e decisório sobre a aplicação dos recursos do regime próprio de previdência social, diretamente ou por intermédio de pessoa jurídica contratada e os agentes que participam da distribuição, intermediação e administração dos ativos aplicados por esses regimes.

[...] (BRASIL, 2021) (grifo nosso).

De fato, a Lei nº 9.717/1998 (BRASIL, 1998b) e as Portarias MPS nºs 402, de 10 de dezembro de 2008 (BRASIL, 2008b), 509, de 2011 (BRASIL, 2011a), e 519/2011 (BRASIL, 2011b), estabeleceram, com o decorrer do tempo, a estruturação mínima que um RPPS deve manter para o seu bom funcionamento e uma boa gestão de seus recursos.

Todo RPPS possui diretoria, normalmente composta pelo gestor maior do ente e, no mínimo, um diretor/gestor financeiro. Abaixo destes têm-se conselhos para apoio a alta gestão, sendo, ao menos, um CA ou CD (órgão de deliberação e orientação) e um CF (órgão de fiscalização). Legislações locais podem acrescentar outras janelas nesse organograma funcional dos RPPSs visando aumentar os níveis de confiabilidade e governança da gestão implementada.

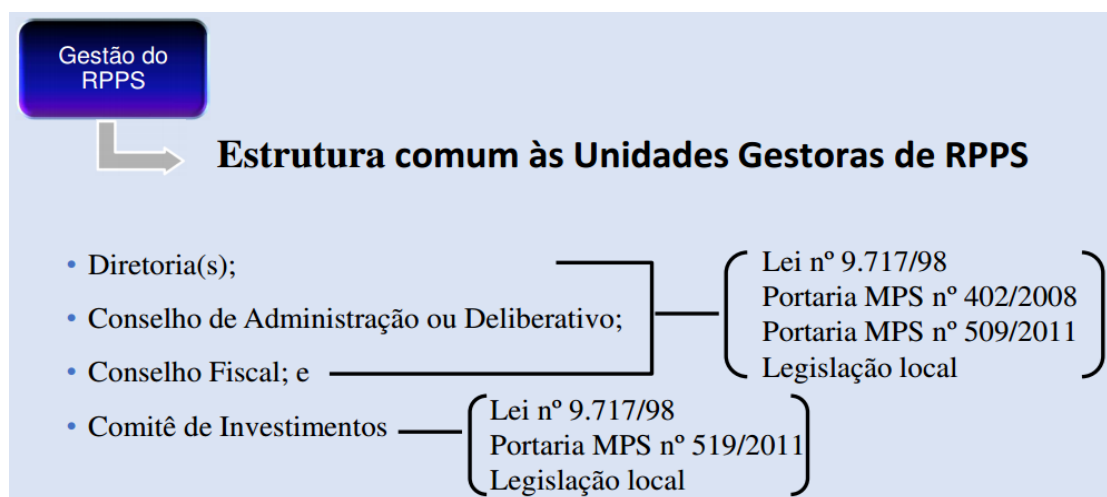
No âmbito da análise de investimentos dos RPPSs, assume-se que o CI é o colegiado mais importante existente na estrutura administrativa de um RPPS.

Trata-se de órgão de constituição obrigatória, cuja estrutura, composição e funcionamento podem ser assim resumidas:

- Membros vinculados ao ente federativo ou com o RPPS (servidor titular de cargo efetivo ou de livre nomeação e exoneração);
- Periodicidade das reuniões ordinárias e forma de convocação de extraordinárias;
- Acessibilidade às informações relativas aos processos de investimento e desinvestimento;
- Deliberações e decisões registradas em atas;
- Participação decisória na escolha dos investimentos e desinvestimentos; e
- Composição e forma de representatividade, sendo exigível a certificação¹⁰ para seus membros.

A figura 1, a seguir, ilustra a estrutura administrativa mínima esperada de um RPPS.

Figura 1 – Estrutura administrativa mínima esperada de um Regime Próprio de Previdência Social.



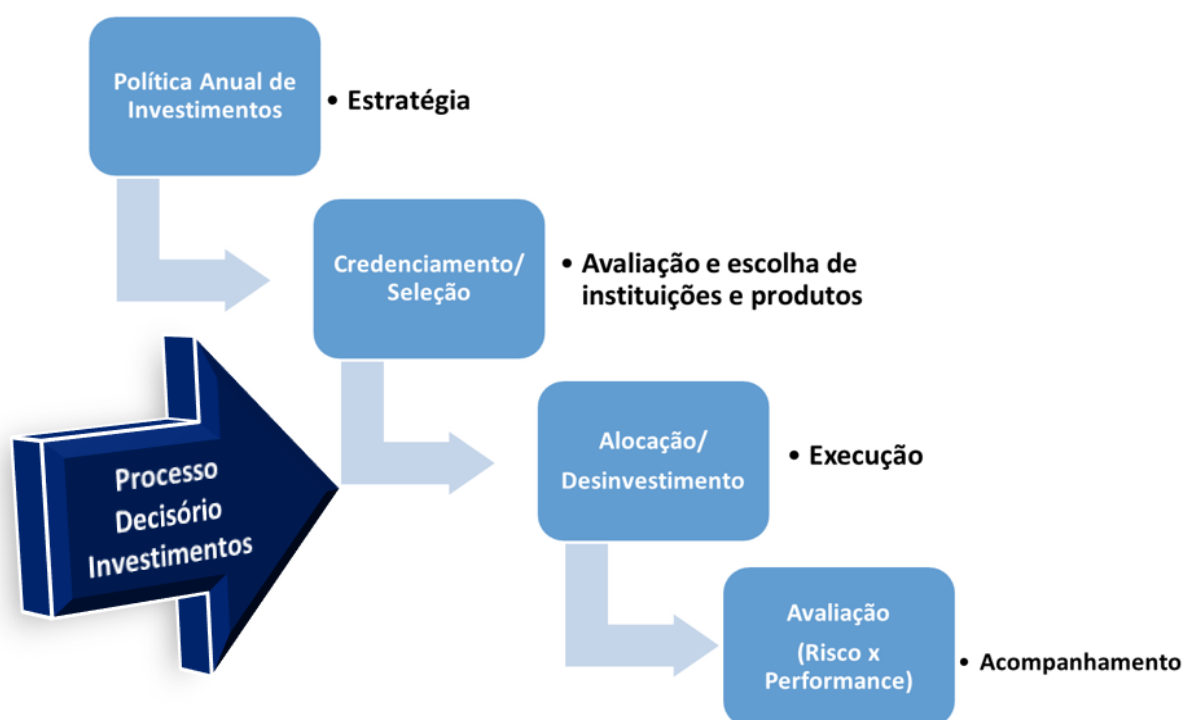
Fonte: elaboração própria.

¹⁰ “Art. 76. Deverá ser comprovado o atendimento, pelos dirigentes da unidade gestora do RPPS, aos seguintes requisitos previstos no art. 8º-B da Lei nº 9.717, de 1998, para sua nomeação ou permanência, sem prejuízo de outras condições estabelecidas na legislação do regime: [...]; II - possuir **certificação**, por meio de processo realizado por entidade certificadora para comprovação de atendimento e verificação de conformidade com os requisitos técnicos necessários para o exercício de determinado cargo ou função; [...]. § 1º Os requisitos de que tratam os incisos I e II do caput aplicam-se aos membros dos conselhos deliberativo e fiscal e do **comitê de investimentos do RPPS**. [...] (BRASIL, 2022b) (grifo nosso).

Uma das principais funções do Comitê de Investimentos (CI) é formular a PAI, que define diretrizes para que a administração dos recursos do RPPS se dê com eficiência e prudência. Ela é dirigida a todas as pessoas internas ou externas ao RPPS, que participam do processo decisório dos investimentos (análise, assessoramento, seleção, execução e acompanhamento).

A PAI é sempre aprovada pelo órgão superior do RPPS, no âmbito de sua diretoria principal, sendo confeccionada pelos responsáveis pela gestão do RPPS; define estratégias de alocação dos recursos e os parâmetros de rentabilidade perseguidos para seu respectivo ano. As figuras 2 e 3, a seguir, ilustram as seqüências de ações que ocorrem normalmente em processos decisórios de investimentos dos RPPSs.

Figura 2 – Esquema de seqüências de ações que ocorrem em processos decisórios de investimentos dos Regimes Próprios de Previdência Social.



Fonte: elaboração própria.

Figura 3 – Esquema de seqüências de ações que ocorrem em processos decisórios de investimentos dos Regimes Próprios de Previdência Social.



Fonte: elaboração própria.

Sandoval (2016), em estudo sobre os vieses e as heurísticas no processo de decisão dos RPPSs, constatou que 96% dos processos de votação dos RPPSs para aportes de recursos financeiros se davam de forma aberta, ou seja, sem voto secreto. E ainda, apontou que cerca de 39% das propostas de investimentos são apresentadas ao CI e/ou ao CA advindas diretamente do presidente/diretor financeiro do RPPS, sem parecer de consultoria externo.

Aquele autor observou que, na prática, tem-se considerável influência do gestor principal do RPPS na tomada de decisão dos investimentos, pois este é, normalmente, o servidor com maior conhecimento e experiência no mercado financeiro. Além disso, o processo de votação, além de aberto, costumeiramente inicia com a apresentação do investimento pelo gestor principal, já com este argumentando tecnicamente sua opinião sobre o aporte, prosseguindo com a opinião dos membros do Comitê – seqüência verificada no processo decisório que gera, segundo Sandoval (2016), o efeito Halo, proposto por Kahneman (2012), que seria o poder da opinião de quem se pronuncia inicialmente de forma assertiva,

levando a um viés dos demais opinadores, que deixariam de ser independentes e compactuariam/cederiam à argumentação inicial.

De fato, o excesso de confiança e amizade com o gestor principal tendem a potencializar o efeito Halo (SANDOVAL, 2016), pois, ao final, a decisão que era para ser de todos, efetivamente, é de poucos ou apenas de um: o gestor principal do RPPS.

Sandoval (2016) também cita Thaler e Sunstein (2009) para enfatizar outras duas formas de influência que o gestor principal teria sobre os demais membros dos Comitês, quais sejam: 1) Informação; e, 2) Pressão (influência social).

A influência informativa advém de o gestor possuir as informações sobre o investimento desde o início da apresentação deste ativo ao RPPS, ao passo que a questão da pressão surge pelo fato de o gestor, sendo o indivíduo mais qualificado tecnicamente do RPPS, ao argumentar em uma direção, leva os demais membros para tal direção.

2.1.3.4 Obrigações dos responsáveis pela gestão dos Regimes Próprios de Previdência Social

Na aplicação dos recursos financeiros dos RPPSs, os responsáveis pela gestão devem atender aos princípios da segurança, rentabilidade, solvência, liquidez, motivação, adequação à natureza de suas obrigações e transparência, conforme evidenciado no art. 1º da Resolução CMN nº 4.963/2021 (BRASIL, 2021) e no art. 87 da Portaria MTP nº 1.467/2022 (BRASIL, 2022b).

Além disso, no mesmo art. 1º da Resolução CMN nº 4.963/2021, mais duas posturas importantíssimas são requeridas dos gestores dos RPPS, a saber: 1) Exercer suas atividades com boa fé, lealdade e diligência; e, 2) Zelar por elevados padrões éticos (BRASIL, 2021).

Na atuação dos gestores de RPPS, mostra-se crucial pontuar que a avaliação dos administradores e gestores de FIs, que receberão valores dos entes, é medida imprescindível e requer toda a atenção e diligência possível dos responsáveis pelo RPPS. Tamanha essa relevância que a Resolução CMN nº 4.963/2021 trouxe dois excertos sobre esse ponto ainda em seu art. 1º, quais sejam:

- 1) Realizar com diligência a seleção, o acompanhamento e a avaliação de prestadores de serviços contratados;

- 2) Realizar o prévio credenciamento, o acompanhamento e a avaliação do gestor e do administrador dos FIs (BRASIL, 2021).

Importante salientar que o credenciamento prévio das instituições que recebam recursos dos RPPSs não é apenas a emissão do atestado de credenciamento ou o preenchimento de formulários, mas sim, uma análise que deve contemplar, no mínimo, o histórico e experiência de atuação, o volume de recursos sob a gestão e administração da instituição, a solidez patrimonial, a exposição a risco reputacional, o padrão ético de conduta e a aderência da rentabilidade a indicadores de desempenho.

Feita a escolha das instituições, cabe ao gestor a análise econômico-financeira propriamente dita das opções de investimento, não bastando simplesmente cumprir os limites de sua PAI e da Resolução CMN. Os responsáveis pela gestão do RPPS devem selecionar os melhores produtos financeiros do mercado – o que exige um trabalho importante de pesquisa, análise e comparação.

Após a escolha de ativos para aplicação e/ou resgate, tem-se a necessidade de emissão de parecer, com motivação técnica, que informe claramente os objetivos da ação. Faz-se importante que todas as análises, discussões e deliberações ocorram no âmbito de todos os órgãos do RPPS com obrigação de assessoria e decisão. A falta de análise ou análise inadequada adiciona riscos financeiros desnecessários e contraria os princípios do CMN.

Com base nos normativos vigentes, duas são as características principais que o gestor de um RPPS deve possuir, a saber: 1) Prudência¹¹; e, 2) Diligência¹². Com base na experiência de trabalho do presente autor na PF e em conjunto com Auditores da Receita Federal lotados na Secretaria de Previdência, seguem alguns exemplos de atuação com prudência e diligência na aplicação de recursos dos RPPSs:

- Elaboração de estudos prévios com análise da conjuntura econômica relativa ao mercado financeiro a médio e longo prazos;
- Avaliação dos ativos que compõem a carteira dos FIs;
- Avaliação sobre a saúde financeira dos emissores de ativos da carteira do FI;

¹¹ Característica de quem quer evitar perigos desnecessários; precavido; sensato; que age com paciência e ponderação; cauteloso.

¹² Característica de quem age com zelo, cuidado e atenção na realização de algo; que busca, averigua e se dedica para realizar uma tarefa.

- Pesquisas sobre atos ou fatos relevantes publicados;
- Pesquisas sobre notícias negativas relevantes na mídia que envolvam o FI, seu administrador e gestor;
- Consultas junto à CVM e ao BCB sobre processos sancionadores;
- Avaliação sobre a existência de elevados prazos de carência, cotização e/ou de pagamento das cotas e expressivas taxas de saída;
- Análise da composição da carteira de investimentos por ativos pertencentes a empresas que apresentem características incompatíveis com o volume de recursos a ela relacionados; e
- Questionamento sobre porque outros tipos de investidores, além de RPPS, não se interessaram pelo fundo, quando este for o caso.

É comum que os RPPSs empreendam contratos com empresas de consultoria financeira para apoio na escolha de seus investimentos. Trata-se de ação salutar, já que, mesmo com as certificações impostas pelos normativos, não se pode comparar uma estrutura empresarial de análise financeira independente (no caso de consultorias especializadas) com poucos servidores de um RPPS específico na busca por ativos financeiros que tragam o retorno financeiro mínimo para o equilíbrio atuarial do ente.

Conforme Sandoval (2016), quando um RPPS possui uma empresa que lhe assista na escolha dos investimentos, esta, após encontrar boas opções de ativos financeiros, confecciona relatórios técnicos com as descrições dos produtos, seu enquadramento ou não às normas vigentes, e uma sugestão de volume ou percentual caso a decisão seja de investir.

Em suma, as consultorias desempenham um papel de auxílio na análise do produto, mas não decidem se o investimento será feito, o valor da aplicação e qual o impacto da alocação na carteira do RPPS.

Conforme as normas em vigor do CMN e do MPS, as consultorias devem possuir as seguintes características:

- Pessoas jurídicas sujeitas à regulamentação específica da CVM;
- Auxiliar a unidade gestora na busca pela sustentabilidade e solidez do regime, visando garantir o equilíbrio financeiro e atuarial;

- A contratação deve sujeitar o prestador (e as partes a ele relacionadas) a não receber vantagens que configurem conflito de interesse e não figurar como emissor do ativo; e
- Os serviços podem incluir análise atuarial, alocação de ativos, análise de investimentos, governança e conformidade (programa Pró-Gestão), educação e treinamento etc.

Ocorre que o histórico das últimas duas décadas contaminou o segmento das consultorias. Maus profissionais, disfarçados de consultores, entraram em conluio com gestores do mercado financeiro e com gestores de RPPS com o intuito de lesar os cofres desses últimos, através, principalmente, de aplicações de recursos em fundos de investimento fraudulentos^{13 14} e, mais no passado, negociações *Day Trade* no mercado secundário de TPFs, fora do túnel ANBIMA ou com operações fraudulentas¹⁵.

2.2 FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES

Antes de detalhar as fraudes identificadas com o uso de FIPs, faz-se mister algumas considerações sobre a modalidade de FI aqui em análise.

2.2.1 Definição

A Instrução CVM nº 391, de 6 de julho de 2003 (BRASIL, 2003), foi responsável por introduzir o FIP no mercado financeiro brasileiro, tendo como objetivo inicial servir como um instrumento de investimento para as indústrias de *Private Equity*¹⁶ (PE) e *Venture Capital*¹⁷ (VC).

Atualmente, é a Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016 (BRASIL, 2016a), que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos FIPs.

¹³ Por exemplo: Denúncia da Operação Miquéias – primeira operação de grande monta da PF em crimes financeiros contra RPPS (BRASIL, 2016c).

¹⁴ Por exemplo: Relatório Final da CPI dos Fundos de Pensão (BRASIL, 2015/2016).

¹⁵ Por Exemplo: *Relatório Final dos trabalhos da CPMI “dos Correios”* (BRASIL, 2006).

¹⁶ Investimento de capital de médio ou longo prazo que não é negociado publicamente em uma bolsa (CENDROWSKI *et al.*, 2012).

¹⁷ Participações minoritárias em empresas em estágio inicial (NESSE; MINARDI, 2022).

Antes do surgimento dos FIPs, o único instrumento ofertado pela CVM para investimentos em participações societárias era o Fundo de Investimento em Empresas Emergentes (FIEE). No entanto, devido às suas características e objetivos limitados, esse tipo de investimento não logrou significativo destaque no mercado financeiro.

O FIP é um tipo de fundo constituído como um condomínio fechado, que reúne recursos financeiros com o objetivo de adquirir ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários que possam ser convertidos ou permutados em ações emitidas por empresas, sejam elas abertas ou fechadas. Também pode adquirir títulos e valores mobiliários que representem a participação em sociedades limitadas.

Como condomínio fechado, o cotista deste fundo não tem possibilidade de resgate por sua própria vontade antes que o fundo se encerre. Caso queira negociar suas cotas, o investidor necessita aliená-las para terceiros, no mercado secundário, por exemplo, a preços definidos pelo mercado.

O FIP deve (salvo algumas exceções disciplinadas pela CVM) participar do processo decisório da empresa investida, tendo efetiva influência na definição de sua política estratégica e gestão.

Dessa forma, o objetivo do FIP é melhorar/aperfeiçoar a gestão e *performance* das empresas para, conseqüentemente, gerar valor nas mesmas, com o propósito de, no futuro, lucrar com uma venda (desinvestimento) em valores superiores aos dispendidos na aquisição do ativo, com a expectativa de rentabilidades acima da média de investimentos mais conservadores e de menor risco.

2.2.2 Estrutura

A estrutura de um FIP remete às estruturas dos FIs em geral, com pequenas alterações no que tange aos objetivos e à forma de ação.

Os cotistas/investidores de um FIP possuem responsabilidade limitada ao percentual de recursos por eles integralizados no fundo. Em função disso, são denominados *Limited Partners* (LPs)¹⁸.

¹⁸ Expressão advinda do Direito anglo-americano importada pela indústria do mercado financeiro para denominar a posição dos investidores em fundos de PE.

O administrador do FIP é usualmente uma IF com a responsabilidade por todos os serviços prestados e pelo funcionamento do fundo. É ele quem define os objetivos e políticas de investimento do FIP, as regras de funcionamento e os regulamentos.

Conforme Pereira (2019, p. 24), o administrador

[...] é a pessoa jurídica ou física apta a administrar carteira segundo critérios da CVM, sendo responsável por realizar a estrutura que compreende o fundo de investimentos e a exercer as funções inerentes à manutenção e ao funcionamento cotidiano do fundo, sem necessariamente ter participação direta sobre as atividades reais de gestão dos ativos – função que é delegada ao gestor. Para tanto, o administrador é autorizado a terceirizar atividades como tesouraria, escrituração, custódia e classificação de risco do fundo; podendo também contratar consultoria terceirizada para emitir pareceres sobre os investimentos.

Em resumo, o administrador fiduciário é encarregado da área de *backoffice* (retaguarda) do fundo, sendo responsável por supervisionar sua gestão. É de sua responsabilidade processar todas as informações relacionadas aos investimentos, enviadas diariamente pelos gestores, para precificar as cotas do fundo e fornecer eventuais informações que possam ser solicitadas pela CVM.

Já o gestor da carteira do FIP tem a função de selecionar os ativos financeiros que irão compor a carteira do fundo, de forma adequada aos objetivos propostos no FIP e sua política de investimentos. O gestor pode ser um profissional legalmente habilitado pela CVM ou mesmo um conjunto de profissionais.

Dessa forma, cabe ao gestor da carteira desempenhar a função fundamental do FIP, que consiste em realizar as negociações de aquisições de ativos e operações financeiras consideradas necessárias para alcançar retornos superiores ao *benchmark* estabelecido para os investimentos do fundo.

Indicar membros para o CA das empresas investidas é uma das tarefas de maior importância realizada pelo gestor do FIP, evidenciando como esse tipo de fundo exerce sua influência na política corporativa das companhias.

Tem-se ainda a figura do custodiante – IF contratada pelo administrador para realizar a guarda dos ativos do FIP em nome dos cotistas, onde lhe cabe o exercício dos direitos dos ativos depositados.

A CVM também impõe que o FIP coexista com outros prestadores de serviços habilitados pelo órgão regulador para sua operação – o que inclui o distribuidor, o consultor de investimentos e o auditor.

Tanto o administrador como o gestor de um FIP são chamados na indústria de fundos de *General Partners* (GPs)¹⁹ ²⁰. A essa ponta do negócio cabe o desenvolvimento de uma tese de investimento sólida, a estruturação do veículo de investimento (fundo) e a obtenção dos recursos junto aos investidores potenciais.

Cabe também aos GPs prospectar e analisar oportunidades de investimento, conduzir a *due diligence*²¹ nas empresas selecionadas, elaborar contratos de acionistas e investimentos que estabeleçam as regras de relacionamento durante o período de investimento e, após a aquisição, estruturar a governança e os processos necessários para implementar a estratégia de criação de valor.

Além disso, os GPs são responsáveis por participar (ou indicar pessoas) do CA das empresas, monitorar seu desempenho e intervir na gestão, se cabível, e, ao final, alienar as posições e liquidar o FIP.

Segundo o art. 92, inc. I, da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014 (BRASIL, 2014c), os administradores e gestores de um fundo devem obedecer às normas de condutas claras, especificadas para o bom funcionamento do veículo de investimento, sem conflitos de interesses e com o objetivo de atender os anseios dos investidores.

Por fim, as figuras 4 e 5, a seguir, apresentam dois exemplos ilustrativos de esquemas de estruturas de um FIP, evidenciando as posições dos principais atores envolvidos.

¹⁹ Expressão advinda do Direito anglo-americano importada pela indústria do mercado financeiro para denominar a posição dos administradores/gestores em fundos de PE.

²⁰ Parcela menor da bibliografia entende que a expressão “*General Partners*”, advinda do modelo estadunidense de *partnership*, não se aplica aos FIPs brasileiros em função da não exigência aqui de participação nos investimentos por parte dos administradores e gestores dos fundos. Entretanto, grande parte da bibliografia utiliza tal nomenclatura no Brasil para identificar os administradores/gestores em função da responsabilidade ilimitada dos mesmos no FIP e não pela existência ou não de uma parcela de investimentos destes atores.

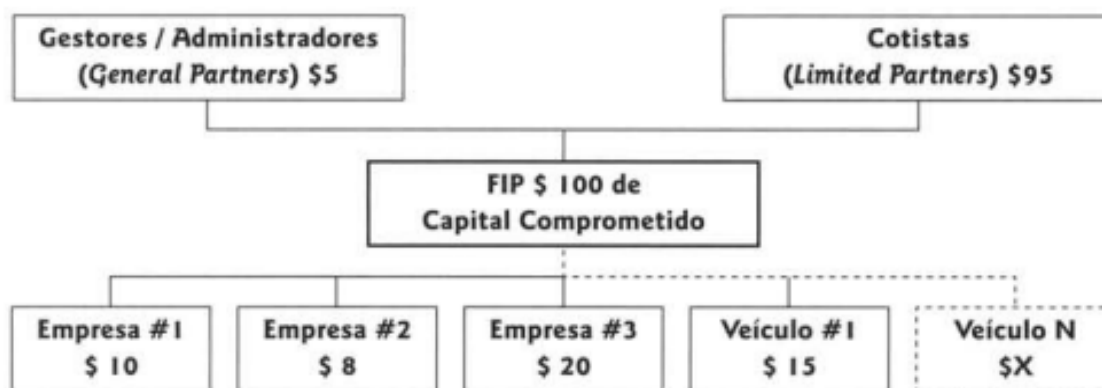
²¹ Metodologia de levantamento de informações e investigação que atende ao arquétipo do dever de diligência que antecede as operações societárias ou de investimento (NORONHA NETO, 2013).

Figura 4 – Exemplo de estrutura de um Fundo de Investimento em Participações.



Fonte: elaboração própria.

Figura 5 – Exemplo de estrutura de um Fundo de Investimento em Participações (valores fictícios).



Fonte: elaboração própria.

2.2.3 Operacionalização

O funcionamento operacional de um FIP envolve várias etapas a serem seguidas. A seguir, tem-se a descrição dos principais aspectos do funcionamento de um FIP.

2.2.3.1 Estruturação e constituição

O FIP é criado por uma IF administradora de recursos que busca preponderantemente investir em empresas não listadas na bolsa de valores. Tal instituição estabelece a política de investimento do fundo, define seus objetivos e características, e estrutura o FIP de acordo com a regulamentação da CVM.

No que diz respeito ao registro dos FIPs, os mesmos procedimentos necessários para a formalização dos fundos em geral são aplicados. São solicitados: o registro cartorial, o registro no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) e a submissão de documentos à CVM. Entre os documentos necessários, ressalta-se o nome do auditor independente do fundo e as declarações de contratos dos prestadores de serviços que o administrador escolheu para formar a equipe do FIP (gestor, consultor de investimento, distribuidor, atividades de tesouraria e escrituração etc.)²².

O coração de um FI é o seu regulamento – balizador das ações dos administradores e gestores do FIP, sendo o contrato que o fundo faz com os seus investidores.

Segundo o art. 9º da Instrução CVM nº 578/2016, o regulamento do FIP deve dispor, com maior importância na visão do autor, sobre:

- A política de investimento a ser adotada pelo fundo, com a indicação dos ativos que podem compor a sua carteira e explicação sobre eventuais riscos de concentração e iliquidez desses ativos, incluindo a possibilidade de realização de adiantamentos para aumento de capital;
- As regras e os critérios para a fixação de prazo para as aplicações a partir de cada integralização de capital;
- As regras e os critérios sobre a restituição do capital ou a prorrogação deste prazo, no caso de não concretização do investimento no prazo estabelecido;
- A remuneração do administrador e do gestor e critério para sua fixação;
- A indicação de possíveis conflitos de interesses existentes no momento da constituição do fundo;
- A possibilidade de realização de operações nas quais o administrador ou o gestor possam atuar na condição de contraparte do fundo; e
- O processo decisório para a realização, pelo fundo, de investimento e desinvestimento (BRASIL, 2016a).

²² “Art. 4º Somente podem investir no fundo investidores qualificados, conforme definido em regulamentação específica” (BRASIL, 2016a).

2.2.3.2 Captação de recursos

Realizada a formalização, o passo seguinte é a emissão, oferta, distribuição, subscrição e integralização de cotas do FIP, iniciando, assim, sua operacionalidade material para o mercado financeiro, sempre atendendo aos termos e às condições estipulados no regulamento do fundo.

O FIP inicia um processo de captação de recursos junto a investidores interessados em participar do fundo – o que pode incluir a apresentação do fundo em eventos, *roadshows*, material de divulgação, reuniões individuais com investidores interessados, entre outras formas de comunicação. Os investidores podem ser pessoas físicas, institucionais ou mesmo outros FIs, desde que considerados investidores qualificados, conforme definido em regulamentação específica da CVM.

Segundo o art. 137 da Portaria MTP nº 1.467/2022, considera-se um RPPS como investidor qualificado quando ele atende a dois critérios cumulativos, quais sejam:

- 1) Possua recursos aplicados, informados no DAIR do mês imediatamente anterior à data de realização de cada aplicação exclusiva para tal categoria de investidor, em montante igual ou superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais); e
- 2) Tenha aderido ao Pró-Gestão RPPS e obtido certificação institucional em um dos níveis de aderência nele estabelecidos (BRASIL, 2022b).

Dessa forma, sem a adesão ao programa Pró-Gestão RPPS, o ente fica impossibilitado de aportes financeiros em fundos de investimentos do tipo FIP.

Os administradores do FIP devem realizar uma análise do perfil dos investidores interessados em participar do fundo. Tal análise deve envolver critérios como experiência no mercado financeiro, conhecimento em investimentos de risco, adequação ao perfil de investimento do FIP (de suma importância), entre outros aspectos relevantes.

Conforme o art. 20 da Instrução CVM nº 578/2016, *in verbis*:

Art. 20. A subscrição e a integralização de cotas devem atender aos termos e condições estipulados no regulamento do fundo.
[...] (BRASIL, 2016a).

2.2.3.3 Investimentos, gestão e acompanhamento

Com os recursos captados, o FIP busca identificar oportunidades de investimentos em empresas com potencial de crescimento e valorização, que podem ser *startups*, empresas de médio porte ou empresas em processo de reestruturação. O objetivo é adquirir participação acionária nessas empresas e buscar um retorno financeiro por meio da valorização dessas participações.

A gestora do FIP é responsável por gerir os recursos do fundo de forma diligente – o que inclui acompanhar de perto as empresas investidas, participar de decisões estratégicas, contribuir com sua *expertise* e monitorar o desempenho das empresas visando a maximização do retorno para os cotistas do FIP.

A seleção dos ativos investidos deve estar ancorada na tese de investimentos proposta pelo FIP. É nessa fase que o gestor prospecta oportunidades de negócios e com seu conhecimento realiza análises de viabilidade dos projetos encontrados.

Tais análises tem início via acordos de confidencialidade entre gestores e empresas-alvo, de modo que as informações trocadas entre ambos não vazem para o mercado. Neste momento, os principais dados da empresa-alvo são obtidos pelos gestores do FIP, que empreendem os primeiros estudos econômico-financeiros, buscando verificar a viabilidade prévia do investimento.

Havendo indicação positiva nas análises preliminares, o próximo passo é um processo detalhado de *due diligence* da empresa, seguido por um estudo pormenorizado de avaliação do valor justo da mesma: o *valuation*²³. Nesse *valuation*, os gestores buscam inserir sua estratégia de investimento para a empresa-alvo, com foco na tese de investimento projetada pelo FIP.

De posse de um valor estimado para a empresa, ocorre a decisão final de investimento ou não na empresa-alvo e, em caso positivo, em que proporções e formas esse investimento ocorrerá. A decisão aqui deve perpassar por análises cuidadosas de todos os riscos econômico-financeiros envolvidos na aquisição, além das perspectivas de rentabilidade futura do investimento acima do *benchmark* proposto pelo FIP.

²³ Pode ser compreendido como o processo de estimação de preço de um ativo quando este é transacionado, conseqüentemente, mudando de proprietário (GUERRA, 2016).

Segundo Gonçalves (2022), existem apenas quatro fontes de ganho de capital possíveis para os ativos de um FIP, que podem ser somadas como estratégias de investimento, a saber:

- 1) Crescimento de receitas (*top line growth*);
- 2) Melhoria de margem (*margin improvement*);
- 3) Arbitragem de preço (*multiple arbitrage*);
- 4) Alavancagem financeira (*leverage*).

Dessa forma, a estratégia de investimento de um FIP necessita de identidade própria, com passos claros para criação e, principalmente, realização de valor. Apenas a escolha de um setor ou ativo-alvo não pode ser entendida como estratégia de investimento completa.

Segundo a Instrução CVM nº 579, de 30 de agosto de 2016 (BRASIL, 2016b), com periodicidade anual, os FIPs devem empreender avaliações a valor justo dos seus ativos, pois são obrigados a marcar a mercado suas carteiras. E ainda, a responsabilidade da marcação é do administrador do fundo, podendo as avaliações serem realizadas pelo gestor do fundo ou por um avaliador independente.

2.2.3.4 Saída/Desinvestimento dos ativos e encerramento do Fundo de Investimentos em Participações

O FIP possui um horizonte de investimento previamente definido, em geral, de médio a longo prazo, com prazos médios variando de sete a dez anos. O evento de liquidez de um FIP é, basicamente, a venda da participação do fundo na empresa investida. O trabalho primordial do gestor do FIP é confeccionar estratégias concretas que viabilizem a consecução desse evento de liquidez.

Minardi (2022) explora cinco possíveis formas de desinvestimento em uma empresa para um FIP, quais sejam:

- Initial Public Offering (IPO): é a saída através do mercado público, listando a empresa em Bolsa de Valores e conseguindo liquidez total ou parcial ao investidor;
- Venda privada para comprador estratégico: trata-se da alienação para um investidor (pessoa física) ou empresa interessada na empresa investida pelo FIP;

- Venda privada para outro investidor financeiro: contemplam-se as alienações secundárias entre FIs, mais comumente ocorrendo entre fundos PE e VC, com os primeiros adquirindo empresas dos segundos após um período de maturação inicial das empresas; e
- Venda para o acionista original (*put*²⁴): quando o FIP vende sua participação de volta para o empreendedor; ou seja, os FIPs que pedem essa cláusula no acordo de acionistas, quando da compra de uma empresa, buscam nela um último recurso na inviabilidade de se obter um evento de liquidez com o ativo via mercado financeiro ou negociações privadas.

Como outras estruturas de venda, no *buyback*, por exemplo, tem-se a recompra de ações pertencentes ao FIP pela própria empresa (não pelo acionista), com instrumentos de alavancagem ou uso do caixa da empresa. Já no *write-off* tem-se o reconhecimento da perda total do investimento, encerrando o ciclo do FIP na empresa.

Das opções de desinvestimento apresentadas, as modalidades *put*, *buyback* e *write-off*, claramente, não são formas bem-sucedidas de saída do FIP. Entretanto, para o investidor, o mais importante é a saída real do FIP da empresa em algum momento, de modo a não correr o risco de o FIP ser liquidado e o investidor ser obrigado a receber o próprio ativo.

Durante o período de vida do FIP, os resultados obtidos com os investimentos devem ser distribuídos aos cotistas – distribuição que pode ocorrer via dividendos, juros sobre o capital próprio ou valorização das cotas do fundo.

Ao final do período de vida do FIP, a gestora realiza o processo de encerramento do fundo, que pode ocorrer quando todos os investimentos são liquidados e os recursos são distribuídos aos cotistas, ou quando o prazo de duração do fundo expira.

²⁴ Uma opção de *put* dá ao seu detentor a opção de exercer o direito, mas não uma obrigação de vender a um preço especificado dentro de um prazo determinado.

2.2.4 Avaliação de ativos líquidos em Fundos de Investimentos em Participações

É comum que os FIPs invistam em empresas de capital fechado. Tais empresas possuem como característica principal a alta assimetria de informações – o que torna particular e de difícil construção um *valuation* de uma empresa fechada.

Segundo Serra e Wickert (2019), embora existam métodos, modelos e técnicas bem estruturados e teoricamente embasados, avaliar empresas é, em grande parte, uma arte, não apenas uma técnica. A educação na parte da arte somente se obtém com a experiência desenvolvida ao longo dos anos de prática.

Já conforme Minardi e Gonçalves (2022), uma avaliação não é uma ciência exata, sendo uma estimativa feita com premissas construídas à luz das informações correntes, que carregam vieses de otimismo e pessimismo em relação ao ambiente econômico e perspectivas da empresa.

No caso concreto de um FIP, o valor das empresas investidas necessita de quantificação em várias situações. A primeira se dá no momento da compra do ativo. Posteriormente, durante a vida do fundo, o valor das empresas investidas precisa ser avaliado, no mínimo, com periodicidade anual. Por fim, no momento de um evento de liquidez, quando o FIP logrará alienar ativos investidos, gerando rendimentos aos investidores.

Lopes e Furtado (2006) informam que a *International Finance Corporation* (IFC), em um projeto conjunto com o *State Secretariat for Economic Affairs* (SECO) – centro de expertise do governo suíço –, emitiu os primeiros resultados de um estudo que visou harmonizar o tratamento contábil das operações de PE. O conceito central do estudo foi a figura do valor de mercado (*fair value*) como base para as avaliações, com atenção especial ao conservadorismo, visando evitar superavaliações.

O quadro 1, a seguir, apresenta as recomendações para as principais categorias de ativos avaliados em mercados emergentes – interessante abordagem dividida em categorias com critérios claros como, por exemplo, listagem ou não das empresas e histórico do EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) (lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização) dos últimos 24 meses.

Quadro 1 – Métodos de avaliação possíveis para investimentos em mercados emergentes.

Categoria da Firma	Técnica de Avaliação
I. Empresa Listada em Mercado Líquido.	1. Preço médio de mercado do último dia do período considerado.
II. Empresa Não Listada ou Negociada em Mercados sem Liquidez que não apresentou EBITA positivo nos últimos 24 meses.	1. <i>Fair value</i> com base em transações com terceiros nos últimos 12 meses. 2. Valor Conservador: custo menos os declínios em valor, incluindo variação cambial. 3. Outros métodos, incluindo valor de liquidação, <i>buy-back</i> e reavaliação dos ativos.
III. Empresa Não Listada ou Negociada em Mercados sem Liquidez que apresentou EBITDA positivo nos últimos 24 meses.	1. <i>Fair value</i> com base em transações com terceiros nos últimos 12 meses. 2. <i>Fair value</i> com base em uma fórmula como EV/EBITDA, P/L ou DCF menos os descontos apropriados para iliquidez, participações minoritárias etc. 3. Valores conservadores como discutidos antes.
IV. Empresa Não Listada ou Negociada em Transição. Previamente na categoria III, mas que vem apresentando resultados positivos.	1. Mesmo caso da categoria II, exceto que o custo histórico deve ser objeto de <i>impairment</i> .

Onde: DCF – *Discounted Cash Flow*; EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*; EV – *Enterprise Value*; e P/L – Preço/Lucro.

Fonte: Adaptado de Lopes e Furtado (2006).

Ponto importante dessa categorização de firmas, na visão de Lopes e Furtado (2006), é que o uso de métodos consagrados (item 2 da categoria III apontada no quadro 2) na bibliografia e prática brasileira aparecem apenas indicados para avaliação de empresas com histórico de EBITDA positivo nos últimos dois anos. Em suma, empresas fechadas com histórico de prejuízos recentes não devem ser avaliadas por múltiplos ou fluxos de caixa futuros.

Dessa feita, no estudo de caso aqui em voga tem-se a visão que, na prática, o mau uso de *valuations* por gestores inescrupulosos, sem um foco conservador, tem poder extremamente danoso ao investidor. De fato, as avaliações das empresas são especialmente importantes quando a remuneração dos administradores/gestores tem por base o valor de mercado dos ativos ou no valor dos investimentos.

De acordo com Damodaran (2012), há diversas técnicas possíveis para avaliações de empresas fechadas, as quais podem ser divididas em três grupos, quais sejam:

- 1) Método de comparáveis ou múltiplos;
- 2) Método do fluxo de caixa descontado; e

3) Método por precificação de opções.

Nas linhas que se seguem tem-se a exposição das duas primeiras técnicas, que são as mais difundidas e utilizadas, segundo Minardi e Gonçalves (2022), na indústria do mercado financeiro brasileiro na avaliação de empresas maduras.

2.2.4.1 Método de comparáveis ou múltiplos – Avaliação Relativa

Como conceituado por Guerra (2016), a avaliação relativa assume que o mercado, na média, avalia corretamente os preços das firmas que compõem a indústria, acarretando na utilização dos múltiplos financeiros para avaliar firmas semelhantes.

A análise por comparáveis ou múltiplos deve ser entendida como uma avaliação relativa a um conjunto amostral. Desse modo, é crucial que as empresas escolhidas nesse conjunto sejam congêneres à empresa-alvo.

O foco dessa análise é buscar parâmetros, operacionais ou financeiros, de empresas listadas em bolsa de valores ou que tenham tido seus termos divulgados ao público após transações privadas, que possam ser utilizados para arbitrar o valor da empresa avalianda.

Entre os parâmetros mais utilizados pelos avaliadores, têm-se os seguintes:

- Preço/Lucro (P/L): valor de mercado da empresa (*Market Value* – MV) dividido por lucro líquido apurado;
- Valor de mercado por Valor contábil (*Market Value/Book Value* – MV/BV): valor de mercado da empresa dividido pelo valor contábil do patrimônio líquido;
- Valor da empresa por EBITDA (*Enterprise Value/EBITDA* – EV/EBITDA): valor da empresa (valor de mercado mais dívida menos caixa) dividido pelo EBITDA (lucro antes de juros e impostos mais depreciação e amortização); e
- Valor da empresa por Receita (EV/Receita): valor da empresa dividido pela receita anual apurada pela empresa, no caso, seu faturamento.

Conforme Serra e Wickert (2019), na seleção das empresas comparáveis, deve-se adotar filtros que levem a escolhas pertinentes com base no perfil da empresa-alvo. Os filtros escolhidos por aqueles autores são relacionados ao perfil do

negócio e ao perfil financeiro da empresa avalianda. Tais filtros devem trazer empresas similares nos seguintes quesitos:

- Perfil de Negócio: setor, subsetor, produtos e serviços, estrutura de mercado e maturidade semelhantes; e
- Perfil Financeiro: tamanho, crescimento, endividamento, rentabilidade, liquidez etc. semelhantes.

Concluindo, o método de comparáveis ou múltiplos nada mais é que uma “regra de três” simples aplicada aos índices financeiros/operacionais da empresa avalianda, com base em múltiplos de empresas similares selecionadas criteriosamente pelo avaliador.

2.2.4.2 Método do fluxo de caixa descontado

O método do fluxo de caixa descontado (*Discounted Cash Flow – DCF*) parte da premissa que o valor de qualquer ativo é o valor presente dos seus fluxos de caixa futuros. Segundo Copeland *et al.* (2006), o DCF determina o valor de uma empresa como a soma do valor das operações da mesma menos o valor do endividamento e outras formas de passivo.

Para quantificar tal valor presente do fluxo de caixa da empresa, inicialmente, se projeta os fluxos de caixa futuros com taxas de crescimentos arbitradas pelo avaliador para um período previsível (10 anos, por exemplo) e uma taxa de perpetuidade para após o período previsível. Na sequência, faz-se uso de uma taxa de desconto ajustada pelo risco atribuído ao mesmo fluxo de caixa, também arbitrada pelo avaliador.

A fim de empreender tais cálculos, tem-se a equação (1), que se segue:

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{i=1}^n \frac{FCE_i}{(1+TD)^i}$$

$$V_o = \underbrace{\frac{FCE_1}{(TD)^1} + \frac{FCE_2}{(TD)^2} + \dots + \frac{FCE_{10}}{(TD)^{10}}}_{\text{Período explícito}} + \underbrace{\frac{\left(\frac{FCE_{10} \times (1+g)}{TD - g}\right)}{(1+TD)^{10}}}_{\text{Perpetuidade}}$$

(1)

Onde:

n – número de períodos projetados (horizonte de tempo);

FCE – fluxo de caixa do período projetado;

i – período do fluxo de caixa projetado;

g – taxa de crescimento da perpetuidade; e

TD – taxa de desconto.

Como pode ser observado, as taxas de desconto, perpetuidade e, principalmente, a taxa de projeção de crescimento das receitas, são determinantes para o valor calculado para a empresa-alvo. Neste sentido, as taxas de crescimento excessivamente otimistas levam a *valuations* sobreprecificados, ao passo que as taxas de desconto que não vislumbrem os reais riscos da empresa levam a *valuations* equivocados.

Na prática dos FIPs, quando este entra em negociação para a aquisição de uma empresa, desenvolve, junto com a mesma ou pelo acesso aos seus dados, um plano futuro de negócios que será posto em prática em caso de compra, por um período definido.

É deste plano que serão retirados os dados operacionais e financeiros da empresa para o uso da metodologia do fluxo de caixa descontado, calculando-se, conseqüentemente, o valor da empresa no momento da aquisição.

2.2.5 Risco dos investimentos em Fundos de Investimentos em Participações

Entrementes, é possível vislumbrar o quão incerto pode ser o retorno em investimentos em FIPs. São investimentos, na sua maioria, em empresas de capital fechado que podem não performar como o gestor do FIP previu em função de diversas variáveis financeiras e de mercado.

Em teoria de finanças, como exposto por Rambo (2014), os investimentos com maiores retornos estão vinculados aos maiores riscos. Anhaia (2006) conceitua o risco como a incerteza se um investimento resultará em ganho ou perda.

O risco é parte relevante do processo de decisão de um investidor. Segundo Lerner, Leamon e Hardymon (2012), comparativamente, as empresas de capital fechado tendem a ter maiores ineficiências, trazendo oportunidades de rentabilidades maiores, mas elevando-se o risco do investimento.

Bernardino (2013) descreve três elementos que categorizam o investimento em FIP como sendo de alto risco, quais sejam:

- 1) O período prolongado de duração do investimento;
- 2) A assimetria de informações entre o fundo e a empresa-alvo; e
- 3) A pequena liquidez dos ativos.

Prado (2020) entende que a falta de um mercado secundário estruturado, onde os investidores possam vender suas cotas para outros investidores, torna o investimento de baixa liquidez. Outro risco vislumbrado por aquele autor é a assimetria de informações para o investidor, uma vez que o gestor do fundo possui conhecimento muito mais aprofundado sobre as empresas da carteira do que o cotista – o que poderia levar à ocultação de informações relevantes.

Além disso, existem poucas possibilidades de o cotista influenciar na gestão do fundo; logo, o cotista acaba apenas assinando um "cheque em branco" e delegando ao gestor do fundo as tarefas de selecionar, monitorar e vender as empresas (PRADO, 2020).

Segundo Temporin (2016), essa assimetria informacional entre gestores de FIPs e investidores é considerada como um problema de agência²⁵, onde, nessa situação, os gestores seriam os agentes e, os investidores, os principais.

Conforme Aguiar (2017), no caso dos investimentos em PE e VC, os fundos podem não ter acesso a algumas informações, intencionalmente ou não, omitidas ou até mesmo adulteradas pelas empresas investidas, que envolvam aspectos contábeis, financeiros e gerenciais da investida.

Segundo Sztajn, Zylbersztajn e Azevedo (2005), mesmo com um bom processo de *due diligence*, a assimetria de informações nunca é completamente anulada, potencializando os riscos deste tipo de investimento.

Para Temporin (2016), essa situação leva ao problema de agência da seleção adversa (*adverse selection*), já que o FIP e, conseqüentemente, o investidor, podem ter uma avaliação incorreta do valor da empresa investida.

²⁵ Define-se uma relação de agência como um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (o(s) principal(s)) contratam outra pessoa (o agente) para executar algum serviço em seu nome, que envolva a delegação ao agente de autoridade para tomar algumas decisões. Se ambas as partes da relação forem maximizadoras de empresas, há uma boa razão para se acreditar que o agente nem sempre agirá dentro dos melhores interesses do principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

Outro problema de agência evidenciado por Temporin (2016) nas relações entre gestores de FIP e empresas é o risco moral (*moral hazard*). Este pode ser definido como a possibilidade de uma conduta inadequada na gestão da empresa ou a diminuição do comprometimento com o contrato estabelecido com o principal, devido à existência de assimetria de informações na relação (TORRES, 2020).

Outro fator de risco que não pode ser negligenciado por um investidor de FIP é o fato de que, em uma situação onde os prejuízos sejam maiores que o valor dos ativos do FIP, levando-o a um patrimônio líquido negativo, conforme predisposto no art. 15 da Instrução CVM nº 555/2014 (BRASIL, 2014c) e, na maioria dos casos, fazendo parte dos regulamentos dos FIPs como informação do próprio risco do investimento, os cotistas serão chamados a inserir capital extraordinário no fundo com o intuito de arcar com suas dívidas.

Santos (2019) explica que esse é um dever assumido pelos investidores, que atestam, de antemão, mediante assinatura de termo de adesão e ciência de risco, que têm ciência de que as estratégias adotadas pela gestora do FIP podem resultar em perdas superiores ao capital aplicado, acarretando na necessidade de aportes extraordinários para cobrir prejuízos.

Trazendo mais uma visão sobre os riscos relacionados à FIPs, Saraiva Filho (2020) ilustra quatro riscos específicos encontrados neste veículo de investimento, a saber:

- 1) Riscos relacionados ao desempenho e à solvência das companhias investidas;
- 2) Riscos relacionados à participação no processo das companhias investidas;
- 3) Riscos relacionados à concentração da carteira do FIP;
- 4) Riscos relacionados ao critério de precificação dos ativos.

Os dois primeiros riscos específicos de Saraiva Filho (2020) se referem à possibilidade existente da empresa investida falir ou não performar como previsto, seja por problemas de mercado, seja pela ineficiência da gestão aplicada.

O terceiro risco é de concentração da carteira do FIP, ocorrendo quando os gestores do FIP investem em poucas empresas ou concentram os investimentos em poucos ou apenas um nicho de mercado, sem diversificação do portfólio ou análises de correlação. Já o quarto risco é vinculado aos possíveis erros de precificação das avaliações realizadas das empresas investidas.

Como ações mitigadoras, Saraiva Filho (2020) aconselha o uso de testes de imparidade/recuperabilidade (*impairment*) para avaliação dos ativos, conforme predisposto no art. 183 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (BRASIL, 1976b), além de inserção de metodologia específica de avaliação dos ativos no regulamento de cada FIP.

O uso de testes de recuperabilidade também foi apontado por Lopes e Furtado (2006) como “extremamente importante” em virtude de os *valuations* estarem sujeitos ao alto grau de julgamento dos avaliadores, principalmente no caso da utilização de métodos de avaliação como múltiplos ou fluxos de caixa descontado.

2.2.6 Seleção dos administradores/gestores de Fundos de Investimentos em Participações

A seleção de bons administradores/gestores é fator crucial e primordial para um investidor obter sucesso com investimentos em FIPs. A análise precisa considerar diversas variáveis, tanto quantitativas como qualitativas. A *performance* histórica, sem dúvida, é o primeiro critério objetivo que os investidores podem se pautar na escolha.

Conforme pesquisa sobre a rentabilidade, de fundos de PE e fundos mútuos de ações nos Estados Unidos da América (EUA) e na Europa, no período 2010-2020, nas terras estadunidenses, os 25% (quartil superior) mais rentáveis gestores de PE tiveram retornos médios anuais de cerca de 28,2%. Já o quartil inferior, 25% menos rentáveis, tiveram rentabilidade anual média de 1,1% negativos (RIOTTO, 2021).

Trata-se de uma diferença muito significativa de 29,3 pontos percentuais ao ano na rentabilidade. Já nos fundos mútuos de ações, essa diferença (quartil superior menos quartil inferior) foi calculada em 10,3 pontos percentuais (16,6% contra 6,3%) – bem menos expressiva.

De outro modo, a diferença de *performance* entre quartis superior e inferior em fundos de PE, comparados com fundos mútuos, é de quase três vezes. Essa mesma comparação com dados da Europa resultou em cerca de oito vezes a diferença entre *performances* de quartis superior e inferior para fundos mútuos e PE.

Tal análise expressa claramente a importância de uma análise criteriosa na seleção dos gestores de FIP e sua importância no resultado final do investimento, maior que em outros veículos de investimento. A tabela 5, a seguir, ilustra os achados de Riotto (2021).

Tabela 5 – *Performance* de gestores de *Private Equity* e Fundos de Ações nos Estados Unidos da América e na Europa.

Item	EUA		Europa	
	<i>Private Equity</i>	Fundos de Ações	<i>Private Equity</i>	Fundos de Ações
Quartil superior	28,2	16,6	16,4	7,4
Quartil mediano	14,8	7,8	1,1	5
Quartil inferior	-1,1	6,3	-8,2	4,2
Spread superior	13,4	8,9	15,3	2,3
Spread inferior	29,3	10,3	24,6	3,1

Onde: EUA – Estados Unidos da América.

Fonte: Adaptado de Riotto (2021).

Lopes e Furtado (2006) apontaram alguns critérios que podem ser utilizados na escolha de um gestor de FIP pelos investidores, quais sejam:

- *Performance* histórica ou *track record*: a rentabilidade histórica dos FIPs geridos pela gestora analisada; critério que nem sempre será de possível avaliação no Brasil em função de alguns gestores não terem concluído ciclos completos de PE; nessas situações, cabe ao investidor empreender uma análise cuidadosa das empresas constantes do portfólio, se possível, entrando em contato e verificando as práticas implementadas pelo gestor; de outra monta, ter em seu portfólio fundos que já tenham encerrado com bons resultados para os investidores é uma grande vantagem competitiva para a gestora;
- Avaliação da equipe do gestor: avaliar riscos de comportamento oportunista por parte do gestor; levantar dados sobre o tempo e qualidade da experiência em PE da equipe; identificar como a gestora é reconhecida pelo mercado e se possui certificação ANBIMA²⁶ adequada, atualmente a Certificação de

²⁶ “Estabelece princípios e padrões de conduta a serem observados pelos profissionais certificados no desempenho das atividades de prospecção ou venda de produtos de investimento, assessoria aos

Gestores ANBIMA para Fundos Estruturados²⁷ (CGE); verificar a experiência de cada indivíduo da equipe na indústria de PE e na gestão de fundos;

- Características da organização do gestor: analisar se o foco do gestor está no retorno sobre o investimento ou nas taxas de administração, gestão e *performance*; o foco deve ser o retorno sobre o investimento com perspectivas de longo prazo; observar a natureza da *J-Curve*²⁸ dos investimentos nas empresas da carteira, a idade do fundo e sua tese do investimento; a partir da tese de investimento é que os investidores começam a analisar o FIP, pois, se a tese não fizer sentido, não há motivo para prosseguir com a análise;
- Tamanho: analisar se o tamanho da estrutura do gestor é propício à gestão ativa dos recursos investidos; verificar se o investimento específico do cliente é importante no portfólio de clientes desse gestor;
- Atitude empreendedora: identificar qual o perfil e grau de inovação percebidos dos integrantes da equipe do gestor e como funciona o sistema de remuneração desses profissionais; e
- Tipo de organização: investigar se organização é pequena e independente ou se faz parte de um time maior; analisar se há potencial conflito de interesses entre os produtos que o gestor administra.

Medeiros (2014) também propôs alguns critérios para a seleção de uma gestora de FIP, entre os quais, o compromisso financeiro do gestor no FIP.

Ter um compromisso efetivo da gestora no fundo é um fator que demonstra alinhamento de interesses e comprometimento em buscar os melhores resultados possíveis. Geralmente, é esperado no mínimo 1% do patrimônio do fundo. Entretanto, há de se considerar que compromissos muito elevados exigem análise aprofundada dos quóruns de deliberação, visto que se a gestora detiver uma participação muito grande no fundo, ela terá

gerentes de contas de investidores e gestão profissional de recursos de terceiros; dispõe sobre as regras a serem observadas pelas instituições participantes, incluindo a manutenção da certificação de seus profissionais” (ANBIMA, [s. d.]).

²⁷ Habilita profissionais a atuarem com gestão de recursos de terceiros na indústria de produtos estruturados. O profissional certificado poderá ser gestor de FIDC, FII, FIP e Fundos de Índice. Tal certificação é obrigatória para quem ocupa cargos com poder de decisão de compra e venda dos ativos financeiros que integram as carteiras desses veículos de investimento (ANBIMA, [s. d.]).

²⁸ Representa a marcação de preço no tempo (ou evolução do valor da cota de um fundo) de um investimento típico em empresa(s) privada(s), que normalmente captam recursos para investir em crescimento, desenvolvem gradualmente o negócio, e passam a valer mais no mercado. O seu formato em J reflete os dois ciclos de um fundo de PE, a saber: 1) Investimento; e, 2) Desinvestimento (NEWTON TEAM, 2021).

alto poder de decisão em matérias de deliberação em assembleias e, dependendo do que for acordado em regulamento, também em comitês de investimentos do FIP. Isso não é uma boa prática de governança a ser adotada e é importante que em casos de grandes compromissos por parte da firma, seja especificado no regulamento do fundo quais os poderes que a mesma possui a fim de evitar problemas como de conflito de interesses. Como exemplo ilustrativo, podemos citar um caso em que a gestora possua uma participação de 67% do fundo e decida chamar uma assembleia para deliberar sobre aumento da taxa de administração e gestão. Se para esta matéria não houver especificação de que é necessário quórum de 100% de aprovação, a gestora pode aumentar a taxa se beneficiando claramente, mesmo que os outros investidores do fundo não concordem (MEDEIROS, 2014, p. 42).

Importantíssimo o alerta trazido por Medeiros (2014), pois, no estudo de caso empreendido na presente pesquisa, será possível observar, na prática, o conflito de interesses causado por uma elevada participação dos administradores/gestores como cotistas do próprio FIP.

Por fim, a título ilustrativo, no quadro 2, a seguir, têm-se os critérios de avaliação da Chamada Pública para a seleção de gestor e administrador do FIP FINEP²⁹ Startup 1 (FINEP, 2023), iniciada no mês de abril de 2023. Os cinco critérios utilizados pelo FINEP vão ao encontro do aqui exposto, ratificando a importância de uma seleção minuciosa.

Quadro 2 – Critérios de avaliação da Chamada Pública para a seleção de gestor e administrador.

Critérios de Avaliação	Peso
1. Capacitação e experiências anteriores do gestor e da equipe alocada para o fundo.	2
2. Estrutura, tempo de dedicação e alinhamento da equipe do gestor com as metas e os prazos do fundo.	1
3. Modelo de governança do gestor: qualidade e consistência dos processos, ferramentas e sistemas de investimentos, monitoramento e desinvestimentos que serão utilizados na gestão do fundo.	1
4. Consistência e detalhamento dos relatórios de investimento, acompanhamento e desinvestimento apresentados.	1
5. Remuneração do gestor e do administrador.	2

Fonte: Adaptado de FINEP (2023).

²⁹ Financiadora de Estudos e Projetos. Empresa pública federal vinculada ao Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação (MCTI).

2.2.7 Remunerações dos administradores/gestores de Fundos de Investimentos em Participações

A remuneração do administrador do fundo, bem como a possibilidade de pagamento da taxa de *performance*, é determinada pelo regulamento³⁰ do FIP. Visando propiciar melhor entendimento sobre as remunerações que pode ser percebido pelos gestores de um FIP, têm-se as seguintes definições:

- Taxa de administração (*management fee*): taxa cobrada pelo administrador do FIP para cobrir os custos operacionais do fundo, a manutenção da equipe do gestor no período e remunerar outros prestadores de serviços. A cobrança da taxa tem periodicidade especificada em regulamento (mensal, trimestral, anual etc.), podendo ser fixa por todo período de vida do FIP ou variável (alguns FIPs possuem taxas menores nos períodos de desinvestimento, por exemplo). A taxa usual no mercado é de 2% ao ano sobre o capital total comprometido. Alguns FIPs cobram suas taxas sobre o capital efetivamente investido, e não comprometido. Em tese, receber a taxa sobre todo o capital comprometido incentiva o gestor para que os investimentos ocorram apenas com o foco na distribuição dos resultados na etapa final do investimento, e não em busca de maximizar sua taxa de administração. Mas não há um consenso nessa análise, uma vez que o recebimento da taxa sobre o capital investido eliminaria a hipótese de os gestores assumirem uma postura inativa no que tange à novos investimentos.
- Taxa mínima de rentabilidade (*hurdle rate*): taxa adotada pelo FIP para determinar o capital prioritário a ser retornado ao investidor, de modo que o gestor somente fará jus à taxa de *performance* caso supere essa taxa. Trata-se de variável de importância crucial em um FIP, tornando-o mais atrativo ao considerar o custo de oportunidade e remunerar gestores apenas quando ultrapassam esta métrica. No mercado brasileiro é, usualmente, um prêmio de 6% a 8% ao ano, além da inflação básica (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA). Esta é a média do custo de oportunidade no Brasil.

³⁰ “Art. 44. O fundo é regido pelo regulamento, que deve, obrigatoriamente, dispor sobre: [...]; VII – **taxa de administração**, fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido (base 252 dias); VIII – **taxa de performance**, de ingresso e de saída, observado o disposto nos arts. 86 e seguintes; [...]” (BRASIL, 2014c) (grifo nosso).

- Taxa de performance (*carry fee*): é uma porcentagem dos lucros que o gestor recebe se o fundo tiver sucesso em performar acima de uma taxa de referência (*hurdle rate*) acordada em regulamento. É um excelente mecanismo de alinhamento de interesses entre gestores/administradores (GPs) e investidores (LPs). A taxa padrão do mercado é 20% (IBRI, 2022; ABVCAP, 2019).

Segundo o *Guia de Venture Capital e Private Equity* da Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP) (2019, p. 14),

[...] o retorno financeiro dos gestores deve vir, principalmente, dos recursos provenientes da taxa de performance, do valor adicionado nas empresas investidas e do retorno financeiro de sua participação [e] para o melhor alinhamento entre as partes, a distribuição, aos investidores, da totalidade do capital investido, acrescido da taxa preferencial, deverá ocorrer antes do pagamento de qualquer valor a título de performance.

Tal Guia bem ilustra a importância da taxa de performance nos FIPs e seu momento apropriado para recebimentos por parte do gestor.

2.3 FRAUDES NO MERCADO FINANCEIRO *VERSUS* TIPOS PENAIIS

2.3.1 Fraudes no mercado financeiro e Regime Próprio de Previdência Social

O termo “fraude”, segundo Silva (2014, p. 980), é derivado “do latim *fraus*, *fraudis* (engano, má-fé, logro), entende-se geralmente como o engano malicioso ou a ação astuciosa, promovidos de má-fé, para ocultação da verdade ou fuga ao cumprimento do dever”.

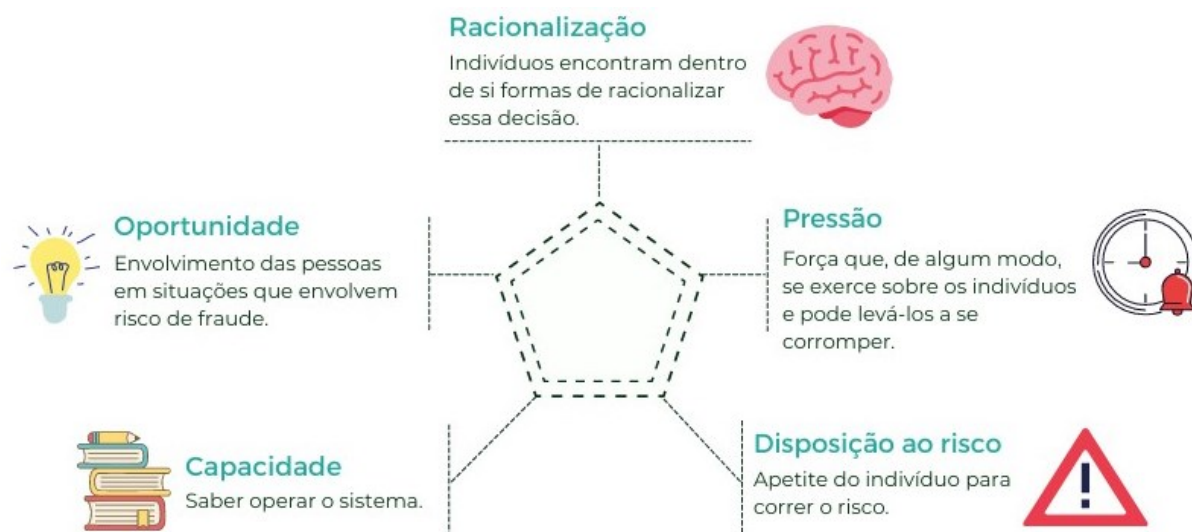
Aquele autor ainda conceitua que a fraude é “indicativa de lesão de interesses individuais, ou contravenção de regras jurídicas, a que se está obrigado. O dolo é astúcia empregada contra aquele com quem se contrata” (SILVA, 2014, p. 980).

Para Alves (2018), a fraude, em um sentido mais amplo, é todo esquema ilícito e de má-fé, realizado para obter ganhos pessoais – o que, trazendo para o caso do presente estudo de fraudes financeiras, resulta em ganhos financeiros pessoais ou para terceiros.

Estudos mais contemporâneos sobre o comportamento de um fraudador acarretaram no conhecido “Pentágono da Fraude”, de Santos (2016), onde cinco elementos definem o *modus operandi* de atuação em fraudes, a saber:

- 1) Racionalização: é o processo pelo qual um indivíduo busca discernir entre o certo e o errado, constituindo-se na percepção moral que emerge quando confrontado com dilemas éticos que moldarão suas atitudes; aqueles que se envolvem em fraudes precisam racionalizar suas ações, encontrando justificativas tanto para si quanto para os outros, a fim de convencer de que determinada conduta não é errônea ou, caso seja, procuram minimizar a situação, flexibilizando os princípios éticos;
- 2) Pressão: refere-se à influência exercida sobre um indivíduo, levando em consideração o contexto em que um potencial fraudador se encontra em determinado estágio de sua carreira;
- 3) Oportunidade: é a percepção que um potencial fraudador possui sobre a vulnerabilidade do objeto desejado, assim como a sua avaliação dos meios disponíveis para executar a fraude;
- 4) Capacidade: diz respeito à habilidade de um indivíduo, com intenções maliciosas, de operar o sistema de maneira astuta visando a cometer fraudes; ter acesso ao sistema que se pretende fraudar é inútil se o potencial fraudador não possuir a competência necessária para executar seu plano; e
- 5) Disposição ao risco: é a análise dos custos *versus* benefícios para decidir pelo cometimento ou não da fraude ocupacional; o fraudador mensurará se os benefícios que a fraude trará cobrem os custos, na hipótese de ser descoberto e punido.

Figura 6 – Ilustração do Pentágono da Fraude.



Fonte: Ramos (2021).

Trazendo os elementos outrora descritos para a casuística de fraudes em investimentos de RPPS, têm-se que os fatores se alinham com as posturas verificadas nas investigações criminais, tanto de gestores dos RPPSs como dos atores que circundam a indústria dos FIs (administradores, gestores, custodiantes, distribuidores, avaliadores e auditores).

No caso concreto dos gestores de RPPS, os elementos “oportunidade” e “disposição ao risco” são aqueles que se mostram mais relevantes na empreitada criminosa.

A oportunidade se apresenta ao gestor pela sua relevância na cadeia decisória dos aportes financeiros, na sua possibilidade de persuadir os membros de comitês e de até mesmo omitir informações dos mesmos, tomando decisões unilaterais sem qualquer outro consentimento.

A disposição ao risco desses gestores pode ser entendida pelo alto benefício financeiro que pequenos percentuais de aportes de RPPS³¹, se retornados em forma de corrupção, podem incrementar em seus patrimônios pessoais.

Também se justifica pela baixa punibilidade, até os dias de hoje, de gestores corruptos e que cometeram gestão temerária ou fraudulenta nos RPPS,

³¹ Os Patrimônios Líquidos (PLs) dos RPPS, em média, são de dezenas de milhões de reais. Assim, um RPPS que possua R\$ 100 milhões de PL, caso entre em conluio criminoso com IFs para fraudar seus investimentos, e a parcela de corrupção que retorne como contrapartida ao núcleo político (RPPS) seja de 2%, por exemplo, estamos falando de R\$ 2 milhões em corrupção pela gestão fraudulenta do ente.

principalmente devido à complexidade existente nos crimes contra o SFN aqui tratados – uma das principais razões do presente estudo.

Já pelo lado dos administradores/gestores dos FIs fraudulentos, além dos elementos supracitados para os gestores dos RPPS, a “capacidade” é fator preponderante.

Na experiência do presente autor, em grande parte dos casos envolvendo esses crimes, a mente mestra (*master mind*) das Organizações Criminosas (ORCRIMs), por parte dos FIs, é um profissional com anos de experiência e elevada *expertise* no mercado financeiro, capaz de confeccionar operações financeiras de alto grau de complexidade técnica e estruturar ativos financeiros com níveis de blindagem patrimonial que podem ludibriar órgãos de fiscalização e persecução penal com profissionais menos experientes.

Tanto essa premissa de habilidade técnica é primordial que, conforme Ngai *et al.* (2011 *apud* AMORIM, 2021), que toou por base a classificação de Fraude Financeira do *Federal Bureau of Investigation* (FBI), as fraudes financeiras podem ser divididas em dois grupos, quais sejam: 1) De nível baixo; e, 2) De nível alto, tendo elencado as fraudes de valores mobiliários e outras fraudes financeiras relacionadas como de alto nível. Tem-se aí fraudes requintadas e complexas.

Trazendo um pouco da escala potencial das fraudes financeiras com valores mobiliários, Dimmock, Farizo e Gerken (2018 *apud* RUIZ, 2020) relataram que nos EUA, no lapso temporal 2001-2016, a *Security and Exchange Comission* (SEC) processou, de forma favorável, 981 casos de fraudes cometidas por gerentes de investimentos que, somadas, causaram mais de US\$ 40 bilhões em perdas diretas a investidores.

Na mesma linha, Morgenson (2007 *apud* RUIZ, 2020) estimou em cerca de US\$ 1 bilhão os prejuízos materializados por fundos públicos de pensão da Flórida, em função de esquemas (fraudes, desvios) entre *brokers* (Agente Autônomo de Investimentos – AAI, no Brasil) e consultores de investimentos.

Na casuística policial de crimes contra RPPS, o AAI e os consultores, em alguns momentos, acabam por coexistir em um só Cadastro de Pessoas Física (CPF) ou CNPJ, em prejuízo dos entes públicos.

Cici, Kempf e Puetz (2016 *apud* RUIZ, 2020) relatam a existência de dados inequívocos de falhas em *valuations* realizados por *Hedge Funds*³², constatando que cerca de 7% de todas as posições patrimoniais precificadas por estes fundos são mal avaliadas. Apesar da figura dos *Hedge Funds* não existir especificamente no Brasil, é válida a citação, pois, o estudo de caso empreendido na presente pesquisa detalhou um FIP com fraudes em *valuations*.

2.3.2 Definições legais e tipos penais recorrentes em crimes financeiros contra Regime Próprio de Previdência Social

Antes da análise do caso concreto, importante trazer definições legais das práticas fraudulentas mais comuns verificadas no mercado financeiro. Para tanto, a Resolução CVM nº 62, de 19 de janeiro de 2022, traz quatro situações vedadas que configuram fraudes típicas de participantes do mercado, quais sejam:

- 1) Condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários: aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa, provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários;
- 2) Manipulação de preços: a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda;
- 3) Operação fraudulenta: aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros; e
- 4) Prática não equitativa: aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação (BRASIL, 2022a).

³² Fundos de Investimento que focam em estratégias complexas (arbitragem, *long/short*, *event-driven*, macro e quantitativo, entre outras) e alavancadas.

Tais práticas possuem vinculação com tipos penais previstos na legislação, de modo que a materialização de suas condutas e possíveis autorias é a busca de investigações criminais afetas ao tema.

A Lei nº 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a CVM, em seu art. 4º, inc. V, expõe que uma das atribuições do CMN e da CVM é “evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado” (BRASIL, 1976a).

O legislador já previa que as ações de manipulações e fraudes deveriam ser combatidas para o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários. No art. 18 do mesmo ditame tem-se a ratificação da competência da CVM para definir “a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores” (BRASIL, 1976a), conforme a Resolução CVM nº 62/2022 (BRASIL, 2022a) e, inicialmente, a Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979 (BRASIL, 1979).

Ainda em análise da Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976a), o ano de 2001 trouxe a inclusão, pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro, no capítulo VII-B, da tipificação de três crimes contra o Mercado de Capitais, quais sejam:

- 1) Manipulação de mercado: art. 27-C;
- 2) Uso indevido de informação privilegiada: art. 27-D; e
- 3) Exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função: art. 27-E (BRASIL, 2001).

Destes crimes, o de pena mais relevante é aquele apontado no art. 27-C, que na sua redação atual é assim definido:

Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras **manobras fraudulentas** destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros:
Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime (BRASIL, 2001) (grifo nosso).

No bojo da investigação da Operação Fundo Fake, algumas situações foram identificadas que materializaram as manobras fraudulentas deste tipo penal. Em um dos casos, um dos FIs administrado pela IF investigada, antes que ocorressem aportes por RPPS, apresentou um aumento repentino substancial de suas cotas de cerca de 19% em virtude de mudança na precificação de um dos seus ativos, um outro FI da mesma administradora.

Ocorre que tal precificação se deu devido à alteração da metodologia de precificação da cota do ativo entre a cota patrimonial (da carteira) e a cota de mercado (da Bolsa de Valores – B3³³). Inicialmente, o FI precificava o ativo pelo valor de mercado, passando, posteriormente, a precificar pelo valor patrimonial, proporcionando uma rentabilidade artificial de suas cotas, que jamais deveria ter sido refletida como aumento real de rentabilidade.

Com base nessa mudança e valorização de suas cotas, tal FI, que possuía menos de um ano de operação, foi indicado por empresas de consultoria (em conluio com a administradora investigada) à RPPS, enfatizando em relatórios sua alta rentabilidade em curto período, levando a erro gestores (idôneos) de entes nas suas escolhas, que ao final, causaram danos financeiros aos RPPS e seus segurados.

O uso indevido de informação privilegiada é assim definido pela Lei nº 10.303/2001, *in verbis*:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

§ 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.

2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no caput deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo (BRASIL, 2001).

Por fim, o exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função, tem a seguinte tipificação penal no mesmo ditame, *in verbis*:

³³ Brasil, Bolsa, Balcão.

Art. 27-E. Exercer, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, a atividade de administrador de carteira, de assessor de investimento, de auditor independente, de analista de valores mobiliários, de 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 (BRASIL, 2001).

Uma situação prática deste tipo penal, recorrente nas investigações de crimes contra RPPS, ocorre quando o consultor de investimentos contratado pelo ente é remunerado (prática informalmente conhecida como “rebate”) pelo FI em contrapartida aos investimentos de seu cliente, no caso os RPPS, restando configurado o exercício ilegal por atuação como distribuidor, como um AAI sem autorização.

Tanto o AAI quanto o consultor são profissionais que atuam em contato direto com o investidor tratando de orientação e possibilidades de investimentos. Entretanto, enquanto o primeiro faz parte da cadeia de distribuição e trabalha no melhor interesse da distribuidora, o segundo faz parte do grupo de profissionais contratados pelo próprio investidor de maneira independente para agirem no melhor interesse do investidor. Em geral, esses dois interesses tendem a ser diametralmente opostos.

Seguindo a análise de crimes tipificados em Lei, afetos ao tema de fraudes em investimentos, a Lei nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986), que define os crimes contra o SFN, é de crucial relevância pela abrangência de condutas ilícitas especificadas para os gestores/administradores de IFs e equiparados.

Na questão de equiparação, tem-se o parágrafo único do art. 1º da Lei nº 7.492/1986, *in verbis*:

Art. 1º [...].

Parágrafo único. Equipara-se à instituição financeira:

I - a pessoa jurídica que capte ou administre seguros, câmbio, consórcio, capitalização ou qualquer tipo de poupança, ou recursos de terceiros;

[...];

II - a pessoa natural que exerça quaisquer das atividades referidas neste artigo, ainda que de forma eventual (BRASIL, 1986).

A imputação dos crimes desta lei para os gestores de RPPS é pacífica nos Tribunais. O Enunciado 66, da 2ª. Câmara – Criminal – Ministério Público Federal (MPF), com última alteração em 10 de fevereiro de 2020, ratifica essa questão assim se pronunciando:

É de atribuição do Ministério Público Federal a persecução penal de conduta perpetrada em desfavor de interesse de sistema próprio de previdência de servidores estaduais e municipais, isso porque as unidades gestoras dos Regimes Próprios de Previdência Social – **RPPS** (e de seus respectivos fundos), constituídas com personalidade jurídica, **podem ser equiparadas à instituição financeira**, porquanto arrecadam, administram e investem recursos no mercado financeiro, os quais são destinados à concretização do direito constitucionalmente assegurado à previdência social para os servidores públicos, e, havendo irregularidades, os **gestores poderão responder por eventual prática de crimes contra o Sistema Financeiro Nacional** (BRASIL, 2020c) (grifo nosso).

A prática policial do presente autor evidenciou que certos crimes apontados na Lei nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986) possuem elevada ocorrência nas investigações de fraudes em investimentos de RPPS.

O tipo penal mais verificado nessas investigações³⁴ é o art. 4º da supracitada Lei, *in verbis*:

Art. 4º **Gerir fraudulentamente** instituição financeira:
Pena - Reclusão, de 3 (três) a 12 (doze) anos, e multa.
Parágrafo único. Se a gestão é **temerária**:
Pena - Reclusão, de 2 (dois) a 8 (oito) anos, e multa (BRASIL, 1986) (grifo nosso)

O conceito de “gerir fraudulentamente” remete a definição de operação fraudulenta, conforme predisposto na Resolução CVM nº 62/2022 (BRASIL, 2022a), ou seja, uma ação que necessita de ardid, engodo, falsificação, dissimulação, ou qualquer forma de enganar.

Trata-se de um crime próprio, onde, conforme o art. 25 da Lei nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986), é realizado por gestores/administradores dos RPPS. Aceita formas comissiva ou omissiva imprópria (dever de vigilância). O foco investigativo está em delimitar a autoria.

³⁴ Diversas operações policiais da PF já materializaram o tipo penal de gestão fraudulenta de RPPS e/ou IF que receber aportes de RPPS. Os exemplos mais conhecidos são as operações MIQUÉIAS, FUNDO PERDIDO, ENCILHAMENTO, FUNDO FAKE, ABISMO, IMPREVIDÊNCIA e NAUM, sendo todas amplamente divulgadas pelos veículos jornalísticos.

Não havendo elementos claros que demonstrem a gestão fraudulenta, a investigação busca analisar se os atos materializados podem configurar uma gestão temerária. Nesses casos, verifica-se se o gestor ultrapassou os limites da prudência exigida, se teve atos descuidados, arriscados, incompatíveis com uma boa gestão.

Aqui cabe uma boa correlação entre atos de gestão temerária e os critérios estipulados pela Resolução CMN nº 4.963/2021 (BRASIL, 2021), para os gestores de RPPS na aplicação de recursos. A não observância desses critérios, em tese, na visão deste signatário, já pode configurar, no mínimo, o tipo penal nessa modalidade. Dessa feita, tem-se excerto da norma onde se observam as obrigações impostas pelo CMN:

Art. 1º [...].

§ 1º Na aplicação dos recursos de que trata esta Resolução, os **responsáveis pela gestão do regime próprio de previdência social devem:**

I - observar os **princípios de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez, motivação, adequação à natureza de suas obrigações e transparência;**

II - exercer suas atividades com **boa fé, lealdade e diligência;**

III - zelar por **elevados padrões éticos;**

IV - adotar regras, procedimentos e controles internos que visem garantir o cumprimento de suas obrigações, **respeitando a política de investimentos estabelecida**, observados os segmentos, limites e demais requisitos previstos nesta Resolução e os parâmetros estabelecidos nas normas gerais de organização e funcionamento desses regimes, em regulamentação da Secretaria de Previdência;

V - **realizar com diligência a seleção, o acompanhamento e a avaliação de prestadores de serviços contratados;**

VI - **realizar o prévio credenciamento, o acompanhamento e a avaliação do gestor e do administrador dos fundos de investimento e das demais instituições escolhidas para receber as aplicações**, observados os parâmetros estabelecidos de acordo com o inciso IV (BRASIL, 2021) (grifo nosso).

Na Ação Penal (AP) 470 Minas Gerais (BRASIL, 2013b), alocada no Supremo Tribunal Federal (STF), o ministro Luiz Fux, em seu voto, parafraseou Oliveira (1999) e definiu o crime de gestão temerária quando o agente não tenciona ocultar ou alcançar tangencialmente um negócio ilícito, mas apenas atua com notável exagero e inaceitável impetuosidade em situações inicialmente corriqueiras – definição que condiz com a não observância dos critérios impostos pelo CMN aos gestores dos RPPSs.

Zanetti (2017) estabelece a premissa que gerir temerariamente as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPCs) (aqui cabendo a analogia evidente com os RPPSs) significa agir de modo desviante dos padrões de prudência adequados às especificidades, aos investimentos e às metas de um plano de benefícios.

A gestão temerária de um fundo de pensão é caracterizada quando o administrador desconsidera ou que atue sem cautela em relação aos riscos específicos com que lidam as EFPCs, como, por exemplo, o risco de crédito, o risco operacional, o risco de mercado, o risco de liquidez, o risco jurídico e todos os outros que se coloquem compatíveis com os horizontes culturais e tecnológicos.

Zanetti (2017) traz excelentes colaborações para a interpretação e materialização das condutas de gestão temerária. Para aquela autora, serve como indício de gestão temerária qualquer tipo de signo, no sentido daquilo que comporta interpretação e, para os fins do presente trabalho, um vestígio material.

Os signos mais utilizados para a interpretação de ter havido ou não gestão temerária são: documentos em geral, documentos eletrônicos, atas de reuniões, livros contábeis, carteiras de investimentos, contratos firmados pela entidade, parecer atuarial e documentos que apontem a divergência entre as premissas tomadas e a massa de participantes do plano de benefícios, plano de custeio da entidade, além de documentos que confirmem o desvio das metas traçadas etc. (ZANETTI, 2017).

Para Zanetti (2017), tais vestígios podem indiciar a temeridade da gestão, cuja aferição somente será possível quando se comparam os indícios com o contexto em que produzidos. Aquela autora exemplifica com o fato de que, em plena era da informação, não pode um administrador alegar desconhecimento de fatos amplamente divulgados e disponíveis na comunidade de computadores, como, por exemplo, investir em uma empresa insolvente, uma vez que há obrigatoriedade de publicação das informações financeiras e demonstrações contábeis em veículos comunicativos acessíveis ao público.

Pela experiência do presente autor nos trabalhos de confecção de laudos periciais criminais, em casos de aportes de recursos de RPPS em FIs fraudulentos,

é possível elencar vários vestígios³⁵ claros de gestão temerária dos gestores dos RPPSs nesses aportes, em função de elementos passíveis de verificação *ex ante* em documentações disponíveis dos fundos de investimentos e em análises gerais da indústria de fundos, quais sejam:

- Demonstrações Financeiras Auditadas (DFAs): aportes em FIs com DFA com abstenção de opinião ou com ressalvas relevantes (quando a DFA existe e foi auditada, mas, os auditores abstiveram-se de oferecer opinião ou ofereceram com ressalvas relevantes); e DFA ausente (quando a DFA não está disponível no sítio eletrônico da CVM);
 - Idade do FI: aportes em FIs com menos de seis meses de início das atividades;
 - Rentabilidade histórica: aportes em FIs com histórico de rentabilidade persistentemente abaixo de seu *benchmark* e/ou rentabilidade negativa, ou rentabilidade histórica inconsistente, ou seja, quando existem evidências de que a rentabilidade do ativo foi manipulada ou que, por meio de alterações metodológicas, tornaram a comparação histórica inviável;
 - Relatórios de *rating*: aportes em FIs que tenham relatórios de *rating* demonstrando que os ativos de crédito que compõem o fundo estejam em queda constante de avaliação de qualidade e/ou possuam avaliação de qualidade abaixo da especificada na PAI do RPPS ou nas normas do CMN;
 - Liquidez: aportes em FIs que possuam liquidez desarrazoada quando comparados com fundos de mesma categoria no mercado (fundo renda fixa crédito privado com prazo de carência para resgate ou prazo de saída de cinco anos, por exemplo);
 - Concentração de crédito: aportes em FIs com concentração de crédito elevada em poucos ativos ou concentrado em coligadas, controladas ou em cascata (participações cruzadas), com elevada exposição a ativos geridos ou administrado pelos mesmos gestores ou administradores do fundo aportado;
- e

³⁵ Na presente análise não se pretende ser exaustivo quanto aos vestígios verificados em uma Perícia Criminal de análise de aportes de recursos por gestores de RPPS, mas sim, passar alguns dos pontos já verificados por este signatário em sua trajetória profissional.

- Risco *versus* Retorno: aplicação em FIs com resultados de Risco *versus* Retorno muito díspares negativamente dos seus pares do mercado, que evidenciem um fundo com alta volatilidade e baixo retorno histórico.

Zanneti (2017) enfatizou a relevância das provas técnicas para revelar a ocorrência da gestão temerária, sobretudo, em função do caráter específico e peculiar das operações dos fundos de pensão (analogamente, os RPPSs). Aquela autora esclarece que mesmo não havendo “hierarquia” de provas no sistema brasileiro, não pode o juiz deixar de levar em consideração os laudos técnicos sem contraponto científico.

Outra questão trazida por Zanneti (2017) de elevada importância para os investigadores e operadores do Direito se refere à quantidade de atos necessários à caracterização da gestão temerária. Segundo aquela autora, a tese da essencialidade da reiteração dos atos tem sido rechaçada pelos Tribunais Superiores. Assim, um só ato financeiro temerário pode configurar o crime, já que um só deles é idôneo a ofender a estabilidade e a higidez do SFN.

Por fim, o crime do art. 4º Lei nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986) é considerado crime de mera conduta (BRASIL, 2005), ou seja, o crime se consuma independentemente de efetivo resultado lesivo para o RPPS ou IF investigada.

Prosseguindo na análise dos delitos da Lei nº 7.492/1986, com maior relevância nas investigações de gestores de RPPS e gestores de FIs que recebem aportes dos primeiros, tem-se o art. 5º, conhecido como “apropriação indébita financeira” e, no caso dos gestores de RPPS, podendo ser definido como um “peculato financeiro”, *in verbis*:

Art. 5º Apropriar-se, quaisquer das pessoas mencionadas no art. 25 desta lei, de dinheiro, título, valor ou qualquer outro bem móvel de que tem a posse, ou desviá-lo em proveito próprio ou alheio:
Pena - Reclusão, de 2 (dois) a 6 (seis) anos, e multa.
[...] (BRASIL, 1986).

O bem jurídico protegido nesse tipo penal é o patrimônio dos investidores e da instituição e, no foco do presente estudo, o patrimônio dos segurados pertencentes aos RPPSs.

A apropriação ou desvio pode ocorrer dentro do RPPS, pelos gestores ou, na temática aqui proposta, pelos gestores/administradores dos FIs que recebem recursos financeiros dos RPPSs. A ação pode ocorrer no momento do aporte do RPPS nas contas da IF responsável pelo investimento ou em momento posterior, após circular em contas correntes de FIs e dos ativos adquiridos por esses, havendo o desvio dos recursos para terceiros participantes da ORCRIM.

Um dos exemplos desse crime, já materializado em investigações da PF, foi na conhecida Operação Abismo (CABOPREV, 2021; G1 PE, 2018; OLIVEIRA; COUTINHO, 2018), que se debruçou em crimes perpetrados contra o Instituto de Previdência Social dos Servidores do Município de Cabo de Santo Agostinho (CABOPREV). Ali verificou-se que o RPPS aportou cerca de R\$ 93 milhões (metade de seu patrimônio) em seis FIs fraudulentos de uma gestora independente. Estes FIs (conforme denúncia do MPF), “por sua vez – ao final de um verdadeiro labirinto empresarial de vários fundos de investimento –, compraram ativos sem lastro de empresas que “devolveram” quantias milionárias ao Prefeito e aos próprios representantes da” gestora (BRASIL, 2018b).

Assim, o repasse de valores em questão teria ocorrido através de empresas que receberam os recursos do RPPS por intermediação de FIs. Dessa forma, o sócio majoritário e diretor dessa empresa teve a imputação do “peculato financeiro” ao receber os valores oriundos dos FIs e, na sequência, repassar parte desses valores para representantes da gestora dos mesmos FIs.

Em relatório parcial de outra investigação importante da PF contra fraudes e desvios de recursos de RPPS, a Operação Encilhamento (BRASIL, 2019a; G1 SP, 2018), há menção ao tipo penal analisado da seguinte forma:

[...];

c) Desvio de verbas praticado pelas pessoas arroladas no art. 25 (art. 5º da lei 7492/86). Provas: **aquisição efetivada pelos administradores e gestores dos fundos de títulos sem lastro algum emitidos por empresas vinculadas aos próprios administradores e/ou gestores e/ou consultores**, com posterior prejuízo aos credores dos fundos em virtude do pífio desempenho destes;

[...] (BRASIL, 2017f, p. 185) (grifo nosso).

Neste caso, o uso de ativos financeiros (títulos sem lastro algum) de emissão (ou controle real) dos próprios controladores dos FIs aportados pelos RPPS foi o subterfúgio utilizado para os valores serem desviados.

Outra investigação muito expressiva que trouxe imputações ao tipo penal supracitado foi a Operação Greenfield³⁶, que teve em uma das suas denúncias a análise de:

[...] investimento (direto ou indireto) em créditos privados, adquirindo-se títulos mobiliários sem lastro ou com alto risco de default, emitidos em face de empresas com baixa probabilidade de pagamento de suas obrigações ou sem as garantias devidas. Esse último caso (investimento em crédito “podre”) [...] (BRASIL, [2017], p. 4).

No caso concreto, os procuradores imputaram os desvios financeiros a quatro diretores principais (responsáveis pelo processo decisório) da EFPC PETROS³⁷ pela aquisição fraudulenta de créditos privados, sendo que em um dos casos as transferências da PETROS ocorreram antes mesmo da IF cessionária dos créditos ter repassado os valores à empresa emissora. Dessa forma, na prática, a IF sequer se tornou credora da empresa.

No bojo da Operação Fundo Fake, que investigou uma Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários (DTVM) que criou FIs fraudulentos que foram distribuídos a diversos RPPS do país, alguns dos diretores da DTVM foram indiciados pela PF por desvios dos valores oriundos dos cofres dos RPPSs (BRASIL, 2020b).

Segundo a investigação, foram desviados valores para os integrantes da ORCRIM das seguintes formas:

- Após o aporte financeiro do RPPS, valores eram transferidos das contas correntes dos próprios FIs e/ou de empresas que os mesmos investiam para contas de empresas e/ou pessoas físicas que eram contratados diretos dos RPPS para prestar serviços de “consultoria financeira”. Estes falsos consultores, em realidade, tinham a função, na ORCRIM, de agir como distribuidores dos FIs fraudulentos, sendo, então, remunerados (“rebate”³⁸, como é conhecido no jargão do mercado financeiro) em elevadíssimos

³⁶ A Operação Greenfield, deflagrada em 5 de setembro de 2016, tem por escopo apurar investimentos realizados de forma fraudulenta ou temerária pelas principais (EFPC – ou fundos de pensão) do país. Entre essas entidades, destacam-se a Fundação dos Economistas Federais (FUNCEF), a Fundação PETROBRAS de Seguridade Social (PETROS) e a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI).

³⁷ Fundação PETROBRAS de Seguridade Social.

³⁸ A leitura da denúncia da Operação Abismo bem ilustra o *modus operandi* dos rebates, inclusive, com oitivas com réus delatores.

percentuais, verificados pela investigação, que variavam entre 10% a 35% do valor aportado pelos RPPSs;

- Vendas de cotas dos FIs para os RPPSs, no mercado secundário, que eram de posse direta ou indireta dos próprios diretores da DTVM, após superavaliações artificiais de ativos dos FIs que levaram a aumentos expressivos dos valores das cotas, fazendo com que os integrantes da ORCRIM tivessem lucros altíssimos, em alguns casos, da ordem de 800%; e
- Também foram materializados os desvios dos recursos dos RPPSs, para os cofres da DTVM investigada, pelas elevadíssimas e indevidas³⁹ taxas de *Performance*, Gestão e Administração pagas, oriundas de uma complexa engenharia de fundos em cascata^{40,41,42} (ou participações cruzadas) com FIs da mesma DTVM, onde, segundo a investigação, em cerca de 10 FIs da mesma DTVM, enquanto o PL nominal de todos somava cerca de 1,3 Bilhões, em função do efeito cascata, a realidade era de apenas R\$ 500 milhões de valores aportados nesses FIs, em sua imensa maioria oriundos dos cofres de RPPS.

Também na Operação Fundo Fake, diretores de uma IF que foi cedente de diversos Direitos Creditórios adquiridos por FIDCs, que receberam investimentos de RPPS, foram indiciados no art. 5º da Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976a) pelos seguintes fatos:

³⁹ Segundo, novamente, um dos delatores da Operação Abismo, uma das formas de remuneração da administradora e gestora dos FIs investigados era através da taxa de administração dos fundos, sendo esse o motivo por que a administradora inseria uma série de fundos que, por sua vez, investiam em outros fundos, pois dessa forma era remunerada com várias taxas de administração com apenas uma aplicação.

⁴⁰ Um RPPS investe em um desses fundos, que investe em outro da mesma administradora, que investe em um terceiro, fazendo com que o mesmo valor monetário seja visualizado como patrimônio líquido (artificial) de vários destes fundos de investimentos. As Operações Encilhamento e Abismo trazem referências a esse *modus operandi*.

⁴¹ Além do risco se multiplicar quando os mesmos fundos possuem investimentos entre si, tem-se a cobrança indevida de taxas de administração, gestão e *performance* mais de uma vez para o mesmo aporte. Tal fato se dá, pois, um fundo recebe suas taxas pelo valor aportado nele; porém, quando esse fundo aplica valores em outro fundo da mesma administradora, este outro fundo irá cobrar novamente todas as taxas pelo mesmo investimento, de forma dobrada. E isso pode se multiplicar em várias vezes a depender da quantidade de fundos que “troquem” investimentos.

⁴² *Modus operandi* que pode caracterizar o art. 27- C da Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976a), pois, a ação pode ser considerada uma manobra fraudulenta destinada a elevar o preço (PL) de um valor mobiliário (no caso um FI), visando obter vantagem indevida (taxas de administração, gestão e *performance*).

- Conforme relatado em fiscalização do BCB que a investigação teve acesso, houve apropriação indevida de valores das amortizações pagas pelos emitentes pela IF Cedente, sem o devido repasse aos FIDCs Credores; e
- Empresas emissoras relataram situações onde a IF não cumpriu com suas obrigações após a emissão das Cédulas de Crédito Bancário (CCBs), notadamente com as seguintes ações (que levaram aos emitentes se tornarem inadimplentes e, conseqüentemente, levaram os FIs investigados a terem prejuízo): não realização do repasse integral do valor de face dos contratos; exigência de comissão totalmente indevida dos emitentes após celebração das CCBs; utilização de parte do valor que deveria ser repassado ao emitente em aplicação financeira diversa, no caso, Certificado de Depósito Interbancário (CDI) da própria IF; renegociação de CCBs que não mais pertenciam à IF, sem comunicação aos FIDCs Credores e com acordos e descontos que postergaram e diminuíram os valores devidos aos FIDCs investigados.

A exemplificação de casos concretos tem a intenção de demonstrar a aplicabilidade real do tipo penal e incentivar o debate nos órgãos de persecução penal.

Outro tipo penal da Lei nº 7.492/1986, com aplicabilidade recorrente nas investigações dos crimes com investimentos de recursos dos RPPS, é o art. 6º, *in verbis*:

Art. 6º Induzir ou manter em erro, sócio, investidor ou repartição pública competente, relativamente a operação ou situação financeira, sonegando-lhe informação ou prestando-a falsamente:
Pena - Reclusão, de 2 (dois) a 6 (seis) anos, e multa (BRASIL, 1986).

O crime em questão traz expressões utilizadas no crime de estelionato. Por isso, também é chamado de estelionato financeiro (PAULA, 2012). As expressões “induzir em erro” ou “manter em erro” denotam a necessidade de um comportamento fraudulento por parte do agente. Já o *modus operandi* do tipo é bem claro: a sonegação de informação ou a prestação de informação falsa.

Importante perceber que é mais um crime de mera conduta, não necessitando de consumação de prejuízo ao investidor ou, na temática do presente estudo, o segurado do RPPS (equiparado a IF).

Segundo Pimentel (2020), a credibilidade e o dever de fidúcia dos integrantes do SFN são os aspectos que movem o espectro de proteção dessa norma penal.

Importante ressaltar aos servidores dos órgãos de persecução penal que se trata de delito comum, podendo ser praticado por qualquer pessoa, não necessitando que sejam os agentes relacionados no art. 25 da Lei nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986), como já percebidos em outros crimes da mesma norma.

Dessa forma, um contador ou um auditor, por exemplo, ao sonegar uma informação ou prestá-la falsamente em uma Demonstração Financeira de FI, pode, em tese, ser imputado do tipo em comento.

Trazendo para a prática policial, a supracitada Operação Abismo teve em sua denúncia a imputação do tipo analisado a um dos diretores da gestora independente dos FI fraudulentos que o CABOPREV investiu. No caso concreto, a ação identificada pela investigação foi:

G. I. (diretor da gestora), nos dias 19 e 30 de outubro de 2017, induziu os ordenadores de despesa do CABOPREV em erro, sonegando-lhes a informação de que os fundos geridos pela T. N. (gestora independente) tinham um prazo total de desinvestimento que variava entre quatro e cinco anos (nomes preservados) (BRASIL, 2018b).

Em outra investigação de FI fraudulento que recebeu aportes de cerca de 42 RPPSs do país, após denúncia do MPF, houve condenação de sócios de uma Corretora de Títulos e Valores Mobiliários (CTVM) no tipo penal comentado (além de outras imputações) por terem criado um FI com perfil voltado exclusivamente a RPPS, mas terem direcionado os investimentos do FI para títulos com grau de risco superior ao permitido pelo CMN para cotas distribuídas aos RPPS (ESPAÇO VITAL, 2019). O Juiz Guilherme Beltrami proferiu em sua sentença:

Reputo demonstrado que os investidores do FI D. RF LP foram induzidos e mantidos em erro em relação à situação financeira e às operações realizadas pelo referido fundo de investimentos, uma vez que foram levados a crer que o Fundo estava perfeitamente enquadrado às disposições da Resolução CMN 3922, de observância obrigatória por parte dos investidores, quando, na realidade, não estava” (ESPAÇO VITAL, 2019)⁴³.

⁴³ Preservou-se o nome do fundo.

Novamente exemplificando os resultados obtidos na Operação Fundo Fake, naquele apuratório o art. 6º da Lei nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986) se materializa, pois, tanto a administradora quanto a gestora investigadas induzem ou mantêm em erro os investidores RPPSs sobre a real saúde financeira dos FIs que administram e gerem, a partir das seguintes condutas:

- Prestando informações falsas em demonstrativos financeiros, sobretudo, no que tange aos ativos pelos FIs investidos;
- Repassando às empresas avaliadoras de ativos informações com premissas excessivamente otimistas sobre o futuro de empresas investidas pelos FIs e/ou omitindo os reais problemas financeiros dessas empresas, contribuindo para *valuations* fraudulentos e sobreprecificados; e
- Omitindo informações aos cotistas que diretores da DTVM investigada eram proprietários de imóveis que foram adquiridos (por valores acima do mercado) por FIs antes e após aportes dos RPPS, em claro conflito de interesses e em desacordo com as regras básicas de dever de fidúcia.

Ainda na Operação Fundo Fake, uma IF que foi Cedente de diversos Direitos Creditórios adquiridos por FIDCs que receberam investimentos de RPPS foi indiciada no art. 6º da Lei nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986) pelas seguintes ações:

- Foi detectado, ao longo da investigação, que havia coobrigação informal mantida pela IF investigada. Segundo o BCB, para garantir aos cessionários baixa inadimplência dos créditos cedidos, a IF conferia garantia informal no repasse dos fluxos previstos nas operações – o que evitava a caracterização de inadimplência dos contratos cedidos aos fundos e permitia uma redução de sua exigência de Capital Regulamentar; e
- Houve omissão da IF Cedente de documentos que demonstrariam acordos/aditamentos (feitos após a cessão ao FIs) realizados com as emitentes de CCBs, além de ausência de inserção desses dados no sistema Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) à época.

É válido também comentar sobre o tipo penal do art. 7º da Lei nº 7.492/1986, com alguns casos já materializados em investigações, *in verbis*:

Art. 7º Emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários:

I – falsos ou falsificados;

II - sem registro prévio de emissão junto à autoridade competente, em condições divergentes das constantes do registro ou irregularmente registrados;

III - sem lastro ou garantia suficientes, nos termos da legislação;

IV - sem autorização prévia da autoridade competente, quando legalmente exigida.

Pena - Reclusão, de 2 (dois) a 8 (oito) anos, e multa (BRASIL, 1986).

Trata-se de crime pluriofensivo, com o intento de proteger o patrimônio dos investidores, a fé pública e o regular funcionamento do Mercado de Capitais. Possui em sua redação os elementos normativos “títulos ou valores mobiliários”, cujo conceito deve ser buscado fora do Código Penal (CP) (BRASIL, 1940), mais precisamente no art. 2º da Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976a).

Assim como o art. 6º da Lei nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986), este também é um crime comum, podendo qualquer pessoa ser o sujeito ativo da conduta, principalmente nos núcleos verbais “negociar” e “oferecer”. Já o núcleo verbal “emitir”, em tese, requer a ação de um gestor ou administrador de IF e/ou empresa.

Trazendo para a casuística das investigações de RPPS, o inc. III do art. 7º da Lei nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986) possui maior recorrência, onde Pimentel (2020) define a expressão “sem lastro suficiente” como títulos ou valores mobiliários emitidos, oferecidos ou negociados sem que existisse o suporte financeiro adequado para cobrir o seu futuro resgate. Já “sem garantia suficiente” seria, além de não possuir lastro suficiente, não haver outra espécie de garantia, ou seja, títulos ou valores mobiliários descobertos, sem qualquer segurança aos investidores e ao mercado de capitais.

Ao final dos trabalhos de Polícia Judiciária da PF na Operação Fundo Fake, uma IF, cedente de Direitos Creditórios (mais notadamente CCBs) adquiridos por FIDCs que receberam investimentos diretos de RPPS foi indiciada no art. 7º, inc. III, da Lei nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986) pelos seguintes fatos:

- Falhas no monitoramento das garantias dos direitos de créditos pela IF cedente; e
- Falhas nos documentos das CCBs de posse da IF cedente, como laudos vencidos, desenquadramento de garantias (garantias a menor), não preenchimento de informações sobre garantias apresentadas.

Prosseguindo com casos reais, a denúncia da supracitada Operação Abismo relata a materialização do art. 7º, inc. III, da Lei nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986), pelo administrador e sócio principal de uma empresa que recebeu recursos dos FIs fraudulentos investigados através de títulos mobiliários do tipo debêntures⁴⁴, emitidos pela sua empresa, sem lastro ou garantias suficientes.

Alguns pontos materializados pela investigação levaram a convicção da não existência de lastro ou garantia suficiente para os títulos negociados com FIs que tiveram diversos aportes financeiros de RPPS, quais sejam:

- Empresa emitiu, em abril de 2016, 1.500 debêntures ao custo unitário de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), perfazendo uma monta total de R\$ 750 milhões. Nesta data, o capital social da empresa era de míseros R\$ 500,00 (quinhentos reais);
- A emissão das debêntures foi estruturada pela mesma IF que administrava os FIs que vieram a adquirir as debêntures;
- A agência de classificação de crédito Austing Rating (2017) emitiu nota a respeito das debêntures da empresa, em dezembro de 2017, atribuindo o *rating* “brCCC”, que traduz um risco muito alto de crédito e informando, entre outras coisas, a ausência de quaisquer garantias reais para os títulos; e
- Laudo pericial realizado com análise do Balanço Patrimonial (BP) da empresa no ano de 2016 concluiu que a empresa já possuía um histórico de desviar os valores recebidos pelas debêntures a título de “distribuição de lucros futuros” aos seus acionistas, mesmo seus balanços demonstrando prejuízos milionários.

Interessante notar que apenas o sócio administrador da empresa foi denunciado pelo crime, porém, salvo melhor juízo, os administradores e gestores dos FIs que adquiriram as debêntures sem lastro da empresa, deveriam ter recebido a mesma imputação, haja vista que estes negociaram os títulos mobiliários, ou seja, transacionaram, fizeram negócio, com o conhecimento da situação financeira da empresa emissora, já que, como informado, participaram da emissão das

⁴⁴ “[...] é um título de dívida que gera um direito de crédito ao investidor; ou seja, o mesmo terá direito a receber uma remuneração do emissor (geralmente juros) e periodicamente ou quando do vencimento do título receberá de volta o valor investido (principal). [...]” (B3, [s. d.]).

debêntures também. Sob o ponto de vista técnico, o dolo fica evidenciado neste caso.

Outro caso em que a imputação do art. 7º, inc. III, da Lei nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986), foi utilizada de forma muito inteligente e auspiciosa foi em denúncias da Operação Greenfield (BRASIL, 2017c; 2017d). Naqueles casos, foi materializado que os gestores principais das EFPC investigadas promoveram a negociação (por meio de subscrição) de cotas de FIPs sem lastro e/ou garantias suficientes.

A seguir, tem-se a transcrição de trecho de uma das denúncias que ilustram o *modus operandi* verificado e a adequação ao tipo penal:

[...] foi praticado pelos acusados já narrados e tem em seu iter criminis a aprovação, em 8 de dezembro de 2009, do relatório de avaliação do valor econômico dos ativos da C. Energias Renováveis S.A, elaborado pela consultoria U. Finanças Corporativa, no valor de R\$ 782.001.000,00 (setecentos e oitenta e dois milhões e mil reais). Tal avaliação ocasionou uma variação da cota do fundo de R\$ 1,00 (um real) para R\$ 4,52 (quatro reais e cinquenta e dois centavos), gerando uma receita imediata de R\$ 609.021.000,00 (seiscentos e nove milhões e vinte e um mil reais) no resultado do FIP C⁴⁵ (BRASIL, 2017d).

Como visto, a materialização do crime se deu pela negociação, autorizada pelos gestores da EFPC (e, por isso, sujeitos ativos do crime), de cotas de um FIP que havia passado por um *valuation* fraudulento, de seu principal ativo, sem amparo econômico-financeiro para as premissas utilizadas, de forma que tornou o valor das cotas do FIP, após a nova precificação, sem lastro ou garantia suficientes, ou, parafraseando Pimentel (2020), sem suporte financeiro adequado para cobrir o seu futuro resgate.

Por fim, como resultado da empreitada supracitada, a EFPC adquiriu ativos sem lastro em valores 350% acima da integralização realizada pela *holding* detentora do FIP, apenas três meses após essa integralização; ou seja, em três meses de existência do FIP, a parcela (75%, após a subscrição feita pela EFPC) de cotas da *holding* teve rentabilidade positiva artificial de 350%, através do uso de um *valuation* fraudulento.

⁴⁵ Nomes preservados.

De fato, o *modus operandi* outrora descrito também caracteriza uma manobra fraudulenta (*valuation* fraudulento) realizada para aumentar o valor do preço da cota do FIP e causar danos a terceiros (EFPC) e vantagem indevida (taxas de administração, gestão e *performance* sobreprecificadas), de modo que, aos administradores/gestores do FIP, poderia ser imputado o tipo penal do art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976a).

Outra investigação que resultou em materialização do mesmo tipo penal foi a Operação Recomeço – braço da Operação Lava Jato no Rio de Janeiro. Segundo informações disponíveis em sítios eletrônicos abertos, um ex-presidente e um ex-diretor de investimentos do Fundo de Pensão dos Funcionários do Correios (POSTALIS) foram condenados, em primeira instância, pela compra debêntures de um grupo empresarial (AGÊNCIA ESTADO, 2023).

A reportagem supracitada informa que houve desvio dos recursos após os investimentos da EFPC (AGÊNCIA ESTADO, 2023). Excerto da decisão da juíza demonstra que houve convicção que havia provas que as debêntures foram emitidas sem lastro:

Na prática, o que se deu foi um empréstimo concedido pelos fundos de pensão **sem garantias de retorno**. O sentido da garantia de um negócio é que, na hipótese de inadimplência, ela possa ser acionada. No caso dos autos, a forma como estruturada em concreto a operação redundou em que, presente a inadimplência, as pretensas **garantias evaporaram** com o próprio negócio, [...] (AGÊNCIA ESTADO, 2023).

Válido ressaltar que, na esteira dos crimes contra o mercado financeiro e o SFN analisados anteriormente, é comum verificar a ocorrência de outros tipos penais comumente materializados em investigações de corrupção e desvios de verbas, a citar:

- Arts. 317 e 333 do CP (BRASIL, 1940) – corrupção passiva e ativa;
- Art. 1º da Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998 (BRASIL, 1998a) – lavagem de dinheiro;
- Art. 1º da Lei nº 12.850, de 2 de agosto de 2013 (BRASIL, 2013c) – ORCRIM.

Tais crimes não serão aqui detalhados por fugir ao escopo principal da presente pesquisa.

3 ESTUDO DE CASO: FRAUDES EM FIP APORTADO POR RPPS

3.1 FIP ANALISADO

O FIP denominado CONQUISTA FIP⁴⁶ foi constituído em 12 de agosto de 2009, sob a forma de condomínio fechado, podendo receber aportes de até 20 investidores do tipo qualificados⁴⁷. No momento da constituição, a IF LOCO⁴⁸ DTVM (que formalizou a intenção de constituir o CONQUISTA FIP em 26 de novembro de 2008) ficou responsável⁴⁹ pela distribuição das cotas do FIP.

Seu primeiro regulamento é datado de 31 de julho de 2009, possuindo prazo de duração de dez anos – prazo que poderia ser prorrogado por decisão dos cotistas em até dois períodos de cinco anos. Dessa forma, pelo regulamento inicial, havia um horizonte de investimento de longo prazo, com duração de até 20 anos até um possível desinvestimento ou liquidação do fundo.

Ainda, o primeiro regulamento estipulava que o fundo deveria participar do processo decisório das companhias investidas, com efetiva influência na definição das políticas estratégicas e de gestão. Também previa a constituição de um CI que, em sua primeira formação, teve três membros, sendo dois deles sócios da LOCO DTVM.

A data de operacionalização do FIP se deu em 1º de setembro de 2009, quando ocorreu sua integralização inicial de cotas. Entre aquela data e 17 de dezembro de 2009, houve a subscrição primária de 90 cotas do CONQUISTA FIP, ao preço médio de cerca de R\$ 115.000,00 (cento e quinze mil reais) a ação, totalizando cerca de R\$ 10,3 milhões. As cotas foram subscritas por dois investidores, sendo 18 cotas (20%) pela própria LOCO DTVM e 72 cotas (80%) por um Investidor Estrangeiro (IE), doravante aqui denominado apenas de LOCO LLC⁵⁰.

⁴⁶ A denominação do FI foi alterada a fim de preservar o sigilo, uma vez que o presente estudo teve por intenção demonstrar o *modus operandi* dos ilícitos e correlacioná-los com tipos penais aqui estudados. Do mesmo modo, não serão informados nomes verdadeiros de IFs, empresas, pessoas físicas e RPPSs partícipes e citados em investigações policiais.

⁴⁷ À época, definido pelo art. 109 da Instrução CVM nº 409/2004 (BRASIL, 2004c).

⁴⁸ Também com nome verdadeiro omitido, trata-se da IF de maior relevância no estudo de caso em voga.

⁴⁹ A LOCO DTVM assumiu a gestão do FIP em 22 de março de 2020, e a administração do FIP em 1º de abril de 2010 – cerca de 7 meses após o início de sua operação.

⁵⁰ *Limited Liability Company*.

Importante clarificar quem seria o IE citado. Segundo análises documentais da Operação Fundo Fake, a LOCO LLC sempre foi administrada, no Brasil, pela LOCO DTVM. Além disso, a referida LOCO sempre foi composta exclusivamente por pessoas jurídicas, todas situadas em paraísos fiscais como, por exemplo, Ilhas Cayman e Ilhas Virgens Britânicas, ao passo que o sócio majoritário e diretor dessas empresas sempre foi o sócio principal da LOCO DTVM, aqui doravante denominado BB.

Resumindo, toda a captação inicial do CONQUISTA FIP teria ocorrido por partes relacionadas direta e indiretamente à LOCO DTVM, sem qualquer participação de investidor externo ao grupo empresarial da IF.

O primeiro investimento do FIP se deu em 2 de setembro de 2009 – segundo dia de operação do fundo. Naquela data, o FIP subscreveu 2.945.000 ações da empresa CONQUISTA S.A., totalizando um investimento de R\$ 2,945 milhões. Nessa mesma empresa, o FIP integralizaria mais R\$ 1 milhão em 18 de dezembro de 2009, totalizando cerca de R\$ 4 milhões.

A CONQUISTA S.A. tinha como sócio majoritário o diretor e sócio da LOCO DTVM (BB). Com os aportes, o FIP deteve 99,87% da empresa. Antes dos aportes, a empresa tinha capital social de apenas R\$ 5.000,00 (cinco mil reais). Trata-se de claro investimento do FIP em empresa de propriedade de partes relacionadas à IF LOCO.

Mais que isso, os valores financeiros provenientes do CONQUISTA FIP tiveram como destino os próprios cotistas do FIP, de modo que o que houve, na prática, foi apenas a encenação financeira do caminho do dinheiro, não tendo havido, verdadeiramente, o aporte do FIP em uma empresa. Trata-se da criação de um ativo para o FIP sem, ao final das contas, o desembolso financeiro. Além disso, os cotistas que, em tese, haviam colocado valores no FIP, recebem tais valores de volta e continuam donos de suas cotas.

Em um primeiro momento, o *modus operandi* pode parecer sem propósito. Ocorre que, mais à frente, quando da subscrição de novas cotas do FIP para terceiros (no caso, os RPPSs) fora da ORCRIM⁵¹, tudo isso fará mais sentido, sob a ótica financeira.

⁵¹ No presente estudo, a expressão “Organização Criminosa” (ORCRIM) busca referenciar, preferencialmente, os gestores da LOCO DTVM – IF que criou o FI ora analisado. Entretanto, outros

No caso do investimento no CONQUISTA S.A., o passar do tempo deixou claro que a empresa não passou de um CNPJ de fachada para justificar a movimentação financeira ilustrada. Em menos de 18 meses (após a entrada de RPPS como cotistas do FIP), a empresa, que teve comprada a participação de 99,837% por R\$ 3,945 milhões, estava sendo avaliada pelo montante de cerca de R\$ 682.298,00 (seiscentos e oitenta e dois mil e duzentos e noventa e oito reais) – desvalorização de 82,7%.

Passados mais 12 meses, a empresa estava sendo avaliada pelo valor de R\$ 168.424,00 (cento e sessenta e oito mil e quatrocentos e vinte e quatro reais), representando uma desvalorização de 95,73% em relação ao preço de compra. No jargão do mercado financeiro, trata-se de um ativo que “virou pó”. No relatório de gestão do CONQUISTA FIP, referente ao 2º semestre de 2013, consta a informação de que o ativo foi “baixado” da carteira do fundo, sendo reconhecido ajuste no valor de R\$ 168.400,00 (cento e sessenta e oito mil e quatrocentos reais), conforme transcrito a seguir:

Empresa adquirida em 2009 que investiu basicamente no projeto ‘Club de France’. Esse projeto consistia na criação de Loja piloto em Vitória com o intuito de lançar uma marca com abrangência nacional. O projeto, apesar de inovador, acabou sendo descontinuado devido a problemas encontrados na gestão da empresa. Havia uma provisão para perda datada de 2012, porém após a revisão dos dados e da situação mercadológica da empresa tomou-se a decisão de baixar a totalidade deste investimento na carteira do Fundo. O efeito desse ajuste na carteira do Fundo foi de R\$ 168,4 mil.

Como visto, o ativo evaporou, com a perda de todo o valor aportado. Porém, como já citado, em realidade, não houve aporte, mas apenas uma movimentação financeira virtual para criar uma empresa de valor de quase R\$ 4 milhões, enquanto isso se fazia importante para a ORCRIM.

Em meados dos anos 2012-2013, o CONQUISTA FIP já possuía um novo ativo de elevado valor – momento que foi passível se desfazer do ativo inicial que tinha origem na própria ORCRIM sem qualquer impacto no valor da cota do FIP.

Voltando para o início da operação do FIP, até fins de 2009, todos os ativos que ingressaram na carteira do CONQUISTA FIP eram vinculados direta ou indiretamente a membros da LOCO DTVM, nos mesmos moldes que a situação

(consultores de investimento de RPPS, auditores, profissionais que avaliaram fraudulentamente ativos etc.) foram partícipes da empreitada criminosa.

apresentada da empresa CONQUISTA S.A., criando um patrimônio líquido artificial para o FIP.

As relações demonstram que, apesar do fundo se iniciar com empresas aportando, em tese, cerca de R\$ 10,3 milhões, quase todo esse capital aplicado retornou aos sócios da LOCO DTVM via empresas investidas que eram, anteriormente, de sua propriedade. Trata-se de clara manobra fraudulenta, podendo ser enquadrada no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976a) e nos arts. 4º, 6º e 7º da Lei nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986).

Para o art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976a), a materialidade se encontra nas “operações simuladas” supracitadas que, ao final, levarão ao lucro da ORCRIM e prejuízo dos RPPSs investidores.

Já os crimes apontados na Lei nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986) são passíveis de aplicação pela própria gestão inicial fraudulenta do FIP, com ardil para criar ativos com valores irreais e pertencentes, na prática, aos próprios donos da LOCO DTVM e cotistas do FIP.

Há também, pela criação de falsos patrimônios, a indução dos investidores em erro (no caso, foram os RPPSs que, na sequência, aportaram no FIP), sonogando ou prestando falsamente informações sobre a real situação das empresas “investidas”, materializando crime tipificado pelo art. 6º da Lei nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986).

Por fim, como os ativos iniciais do FIP, em sua maioria, não possuíam lastro ou garantia real no montante de valores declarado pela ORCRIM, tem-se a materialização do art. 7º da Lei nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986), quando a LOCO DTVM negocia as cotas do CONQUISTA FIP com novos investidores.

Em continuidade à cronologia dos fatos, em Assembleia Geral de Cotistas de 22 de março de 2010, foram deliberadas a substituição da antiga Administradora do FIP pela LOCO DTVM, bem como a substituição da atual Gestora do FIP pela pessoa de BB, diretor estatutário da LOCO DTVM. Tais deliberações entraram em vigor após o fechamento das operações de 31 de março de 2010; ou seja, a partir de abril de 2010, LOCO DTVM e BB detinham controle ainda maior do CONQUISTA FIP.

Em consulta à carteira do fundo, na competência de setembro de 2010, o fundo ilustra a aquisição de 3.096.000 ações da empresa SALA SUJA (72% das

ações) pelo preço unitário de R\$ 2,745 (dois reais e setecentos e quarenta e cinco centésimos de real) por ação.

Na época da referida aquisição, tal aquisição se mostra contrária aos objetivos do fundo, visto que, em Assembleia Geral Extraordinária, realizada em 23 de novembro de 2010 (posterior à data da compra), foi deliberado e aprovadas as seguintes alterações pela totalidade de cotistas (ainda apenas LOCO LLC e LOCO DTVM):

A totalidade dos quotistas presentes aprovou: (i) **a mudança do objetivo do Fundo que passou a ser investir em ações ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis e/ou permutáveis em ações de emissão em empresas de capital aberto e/ou fechado, preferencialmente nos setores de: (i) Lavanderia Industrial; (ii) Siderurgia e Laminação de Metais; (iii) Energia; (iv) Logística; (v) Reflorestamento e; (vi) Tecnologia de Informação.** Em função da presente deliberação, fica alterado o artigo 2º do Regulamento. (ii) a exclusão do Comitê de Investimento. (iii) a inclusão da qualificação do diretor responsável pelo Fundo, fica alterado o artigo 4º do Regulamento (grifo nosso).

Embora não tenha sido divulgado fato relevante no *website* da CVM, em arquivo encontrado no servidor da LOCO DTVM, descobriu-se que, entre setembro e novembro de 2010, se deu a primeira reavaliação de ativos da empresa SALA SUJA, resultando em um acréscimo patrimonial de cerca de R\$ 20 milhões ao FIP, informado na competência de fevereiro de 2011.

É certo que ocorreu a reavaliação neste período, pois, na Assembleia Geral Extraordinária de 23 novembro de 2010, o fundo aprovou a emissão de novas cotas, conforme o seguinte trecho extraído da ata: “[...] emitir 800 novas cotas no valor de emissão de R\$379.021,1375 cada uma. **O valor unitário da nova cota foi calculado levando-se em consideração o valor dos ativos da carteira do Fundo**” (grifo nosso).

As ações da empresa SALA SUJA pertencentes ao FIP foram avaliadas, pelo próprio FIP, ao valor de mercado de cerca de R\$ 29,315 milhões na competência de fevereiro de 2011, demonstrando que a empresa SALA SUJA teria, em tese, valor financeiro de cerca de R\$ 40 milhões nessa época. A primeira reavaliação do ativo SALA SUJA proporcionou valorização de mais de 150% das cotas do CONQUISTA FIP no mês de novembro de 2010.

Quando se observa apenas para a valorização do ativo SALA SUJA, tais percentuais são mais significativos, já que o valor dispendido pelo FIP para a compra de 72% da empresa teria sido de cerca de R\$ 8,5 milhões, sendo que, meses depois, o FIP promoveu uma reavaliação que elevou as cifras para cerca de R\$ 29,315 milhões.

Trata-se de uma valorização de 244,88% em apenas alguns meses. Aqui começavam as manobras fraudulentas com o intuito de sobreprecificar artificialmente as cotas do CONQUISTA FIP com o uso de avaliações fraudulentas.

Outra situação interessante verificada pela investigação se refere ao valor da compra inicial das ações da empresa SALA SUJA: R\$ 8,5 milhões, que, na prática, apenas foram pagos para os ex-sócios da empresa adquirida após o ingresso de novos cotistas no FIP, os RPPSs, já com as cotas sobreprecificadas; ou seja, a aquisição foi paga com o dinheiro dos RPPSs, e esses se tornaram cotistas pagando valores, de imediato, sobreprecificados.

Quanto a essa primeira avaliação, a investigação policial logrou identificar que o sócio principal da empresa responsável pela avaliação possuía relações empresariais diretas com o sócio principal da LOCO DTVM, BB. BB tinha sociedade ativa em uma empresa de consultoria com apenas mais um sócio, sendo este um dos proprietários da empresa responsável pela avaliação do ativo SALA SUJA.

Em outro caso, o dono da empresa de avaliação aparece como representante legal de uma empresa, a VDBS Participações, que tem como sócio majoritário uma *offshore*, a ASRON Venture Capital, criada por BB. Ambas as empresas têm como sócia a irmã de BB.

A investigação não teve acesso à supracitada avaliação para realizar exames periciais ou outras análises. Entretanto, compulsando na quebra de sigilo bancário da investigação, foi possível constatar que em 30 de novembro de 2010, ou seja, logo após a confecção do trabalho avaliativo, a empresa SALA SUJA realizou transferência bancária de cerca de R\$ 233.000,00 (duzentos e vinte e três mil reais) para a empresa VDBS Participações.

A título ilustrativo, tal valor corresponde, em setembro de 2023, a um montante de cerca de R\$ 700.000,00 (setecentos mil reais) (correção pela taxa DI⁵²). O valor *de per si* é completamente desarrazoado em comparação aos valores de

⁵² Depósito Interbancário.

mercado para estes trabalhos, pois, a experiência pessoal do presente autor aponta que, com cerca de 10% a 15% desse montante, se conseguiria a contratação de empresas para *valuations* à época.

Além disso, o pagamento realizado diretamente pela empresa, e não pelo FIP (real contratante do serviço), e para uma empresa vinculada a uma *offshore* (de posse de BB) e não diretamente para a empresa avaliadora, demonstrava que não se tratava de um pagamento lícito, mas sim, de uma remuneração irreal para a confecção de uma *valuation* fraudulenta sobreprecificada.

Verifica-se claramente a trama articulada pela ORCRIM para elevar artificialmente o valor de um ativo do CONQUISTA FIP e, assim, aumentar a cota do fundo. Ademais, outro fato interessante foi a criação da taxa de gestão e *performance*, no mesmo mês da primeira avaliação da empresa SALA SUJA, conforme o seguinte trecho aprovado em assembleia⁵³ datada em 23 de novembro de 2010:

[...] (v) a criação da taxa de remuneração do Gestor que será composta por uma taxa de gestão mensal de 1,55% ao ano, calculados e apropriados sobre o patrimônio líquido diário do Fundo, e pagos mensalmente até o 5º (quinto) dia útil do mês subsequente. Além da Taxa de Gestão, o Gestor fará jus à Taxa de Performance, que será devida somente quando do pagamento da amortização das cotas, devendo a Taxa de Performance equivalente a 20% (vinte por cento) ser calculada sobre a parcela da rentabilidade líquida do Fundo que exceda a variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA, acrescida de 10% (dez por cento) ao ano, provisionada pelo Gestor durante todo o prazo de duração do Fundo. Os valores distribuídos como dividendos pelo Fundo ao longo do seu período de duração serão adicionados aos valores investidos e devidamente corrigidos pela variação do IPCA+10% a.a..

A aprovação das taxas de gestão e *performance*, acrescida da taxa de administração já existente, possibilitou que a ORCRIM, na figura dos administradores e gestores, auferisse milhões de reais, conforme demonstrado a seguir.

Após a assembleia de 23 de novembro de 2010, é que se iniciaram as subscrições de cotas por RPPS no CONQUISTA FIP. A respeito do histórico de atuação da LOCO DTVM, enquanto administrador de carteira de valores mobiliários, não foi encontrado outro registro de FI que tenha iniciado as atividades antes desse FIP.

⁵³https://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/Regul/CPublicaRegulFIDC.aspx?PK_PARTIC=93165&SemFrame=, acesso em 10/08/2023.

Repise-se que não se trata apenas de FIP, mas sim, de qualquer outro tipo de FI que a mesma tenha gerido anteriormente. Somente este fato já deveria bastar para afastar os gestores de RPPS desse FIP nesse momento.

Fica evidente, a partir da inexistência de histórico, que não havia elementos suficientes para uma análise consistente sobre a decisão de aplicação nesse fundo. Pelo contrário, a falta de experiência comprovada acarretaria, via de regra, pela decisão de não realizar o investimento.

Desse modo, inexistem critérios técnicos de elegibilidade e motivos para que os gestores dos RPPSS selecionassem tal FI para transferir recursos dos segurados, privilegiando a alocação em gestor sem nenhuma experiência pregressa.

Assim, infelizmente, a corrupção desses gestores e de partícipes da ORCRIM é a razão que levou à escolha do CONQUISTA FIP por mais de duas dezenas de RPPSS, notadamente entre fins de 2010 e meados de 2016.

O primeiro investidor RPPS (e o terceiro cotista) do CONQUISTA FIP aportou o montante de R\$ 1,2 milhões, via subscrição primária, em 28 de dezembro de 2010, adquirindo 3,17 cotas pelo valor de R\$ 380.098,00 (trezentos e oitenta mil e noventa e oito reais) cada.

A análise da quebra de sigilo bancário apontou que, após o ingresso desses valores na conta do CONQUISTA FIP, ocorrem movimentações financeiras que encaminharam valores para as contas da empresa de consultoria contratada pelo RPPS, doravante denominada NAXX, e um dos seus sócios, doravante denominado FV, participante ativo de todas as assembleias do RPPS que versavam sobre escolha de investimentos.

No dia seguinte a esta transação, em 29 de dezembro de 2010, houve a transferência do valor de R\$ 180.000,00 (cento e oitenta mil reais) da conta do FIP para a empresa NAXX. Em 30 de dezembro de 2010, dois dias após o aporte do RPPS, o CONQUISTA FIP transferiu R\$ 1 milhão para a empresa SALA SUJA.

Tal movimentação é considerado normal, já que o objetivo do fundo era participação em empresas/companhias, sendo essa uma de suas investidas. Ocorre que, na mesma data, a empresa SALA SUJA transferiu o montante de R\$ 86.400,00 (oitenta e seis mil e quatrocentos reais) para a pessoa de FV. Cerca de duas semanas depois, em 14 de janeiro de 2011, o CONQUISTA FIP voltou a transferir valores para a empresa NAXX, desta vez no valor de R\$ 45.000,00 (quarenta e cinco mil reais).

Concluindo a trama financeira, após o investimento do RPPS de R\$ 1,2 milhão no CONQUISTA FIP, por indicação da empresa NAXX, ocorreram transferências temporalmente próximas, oriundas deste valor, para a própria empresa NAXX e/ou seu sócio FV, que somaram o montante de R\$ 311.400,00 (trezentos e onze mil e quatrocentos reais) (cerca de 25,95% do investimento empreendido).

A investigação apontou que os R\$ 311.400,00 (trezentos e onze mil e quatrocentos reais) nada mais são que uma espécie de “comissão” (rebate, no linguajar coloquial do mercado financeiro) recebida pela empresa NAXX, paga pela LOCO DTVM, por angariar investidores para um fundo de altíssimo risco.

É mais que evidente, do ponto de vista econômico, que um percentual de repasses de cerca de 25,95% (do investimento inicial) inviabilizaria qualquer possibilidade futura de retorno para este investimento. Além disso, trata-se de óbvio conflito de interesses e crime do art. 27-E da Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976a).

Como o valor retornado pelo FIP para os consultores do investimento se mostrou percentualmente altíssimo, para a investigação, ficou claro investigação que a empresa NAXX (consultoria do RPPS) agiu em conluio com a empresa LOCO DTVM (trabalhando com a distribuição do fundo), administradora do fundo, para buscar os valores do RPPS e, já de antemão, agindo com o intuito de lesar os cofres do instituto.

Pequena parcela desses R\$ 311.400,00 (trezentos e onze mil e quatrocentos reais), segundo a investigação, foi destinada pela consultoria NAXX para o presidente do Conselho Administrativo do RPPS via depósito de cheque em conta de empresa de propriedade dos pais do servidor. Tal transação se deu em 29 de dezembro de 2010, um dia após o aporte do RPPS, no valor de R\$ 2.680,00 (dois mil e seiscentos e oitenta reais).

Aos partícipes dessa “rede” de transferências bancárias foi imputado, pela investigação, o crime do art. 5º da Lei nº 7492/1986 (BRASIL, 1986): o “peculato financeiro”. Dessa feita, tanto os gestores do RPPS, como os sócios da IF LOCO DTVM, e os sócios da consultoria NAXX, agiram apropriando-se e desviando valores oriundos dos cofres do RPPS em proveito próprio e alheio.

Aqui cabe uma ressalva jurídica, pois existem casos julgados⁵⁴ onde houve a escolha pela imputação do crime do art. 312 do CP (BRASIL, 1940), peculato, em detrimento do “peculato financeiro” supracitado. O crime do artigo supracitado tem pena muito maior (dois a 12 anos) frente a uma pena de dois a seis anos do “peculato financeiro”. Tal escolha se fundamenta pelo fato de os gestores dos RPPSs serem funcionários públicos ou equiparados, conforme predisposto no art. 327 do CP (BRASIL, 1940).

É perceptível que a escolha e a imputação do tipo penal dependem de qual ação se analisa. Se considerar a saída dos valores dos cofres do RPPS como a ação criminosa, por certo que o crime do art. 312 do CP (BRASIL, 1940) deve ser imputado, já que se estaria, então, considerando tal saída financeira como um desvio de valores em proveito próprio e/ou alheio (LOCO DTVM e NAXX, no caso em tela).

No caso supracitado, então, ao decidir pelo aporte de R\$ 1,2 milhões, o gestor do RPPS (e seus conselheiros e diretores) desviou o valor (já que não havia justificativa plausível, economicamente falando, para o aporte) para a IF LOCO DTVM, em proveito alheio, em ato que fugiu a uma conduta prudente, aceitável, de um gestor de RPPS que obedecesse aos normativos do CMN.

Porém, se mudar o foco para as ações que ocorreram após o ingresso dos valores no CONQUISTA FIP, é latente que o “peculato financeiro” deve ser imputado, já que os administradores da LOCO DTVM (que não são funcionários públicos) desviaram os valores do FIP para proveito alheio, no caso, a consultoria NAXX.

Para o presente autor, salvo melhor juízo, pode-se argumentar que nada impede, no exemplo real ofertado, o uso das duas imputações, sem ocorrência do *bis in idem* e/ou punição dupla pelos mesmos fatos, já que as ações são distintas e em momentos distintos; e, os investigados participam em cada um dos fatos de formas diferentes, ora como partícipes, ora como coautores, ora como os próprios autores dos delitos.

E ainda, os valores repassados pela consultoria NAXX para o gestor do RPPS são cabíveis de imputação nos crimes de corrupção ativa e passiva, arts. 317 e 333 do CP (BRASIL, 1940), já que o gestor recebe os valores em função de sua posição

⁵⁴ Processo referência: 0000392-86.2017.4.01.4103. Caso de fraudes em investimentos do Instituto de Previdência de Espigão do Oeste, Rondônia.

de decisão e o consultor oferece os valores em troca do ato de ofício do gestor do RPPS, aceitando investir os valores do ente em um FI fraudulento.

Prosseguindo cronologicamente, até meados de setembro do ano de 2011, mais dois RPPSs aportaram recursos no CONQUISTA FIP, ainda com a cota valorada em cerca de R\$ 380.000,00 (trezentos e oitenta mil reais). Um deles teve a mesma cronologia de movimentações financeiras contada pela investigação da Operação Fundo Fake, e o aporte do RPPS foi de cerca de R\$ 6 milhões.

Em 14 de setembro de 2011, em Assembleia Geral de Cotistas, foi aprovada a alteração do gestor do fundo, repassando tais atribuições para a empresa ÁPILA ASSET. Embora tenha ocorrido esta alteração, a mudança não gera qualquer efeito prático, visto que, conforme consulta realizada pela investigação no *Anuário da Indústria de Fundos de Investimento ANBIMA/FGV* de 2013 (ANBIMA; FGV, 2013), a equipe da gestora era composta quase que exclusivamente por pessoas vinculadas à LOCO DTVM.

Em 2 de novembro de 2011, a gestora ÁPILA ASSET publica fato relevante divulgando uma nova valorização de 68% do FIP, devido à segunda avaliação do ativo SALA SUJA. Nesta reavaliação, as cotas da empresa avaliada alcançam valores de aproximadamente R\$ 70 milhões.

A emissora deste laudo de avaliação foi a empresa ATISIS CONSULTORIA – empresa diretamente envolvida em superavaliação de ativos no caso envolvendo o POSTALIS (BRASIL, 2017e).

Em 23 de novembro de 2011, a LOCO LLC integraliza todas as suas cotas do CONQUISTA FIP (possuía 76 cotas nesse momento) em um novo fundo, denominado ÁPILA LEYRON-FIM-IE, trocando de posição com o fundo, passando a ser cotista do ÁPILA LEYRON-FIM-IE e ele sendo cotista do fundo CONQUISTA FIP. A empresa LOCO LLC comprou as suas 76 cotas ao preço unitário médio ponderado de R\$ 128.400,00 (cento e vinte e oito mil e quatrocentos reais).

Cabe destacar que o ÁPILA LEYRON-FIM-IE, ao longo de seu período de funcionamento, entre os anos de 2011 e 2017, foi um veículo que acolheu recursos de sociedades/investidores ligados ao próprio BB. Extratos de posição de cotistas referentes a 2011 deste fundo, vislumbrados pela investigação, demonstram que, à época, o ÁPILA LEYRON-FIM-IE tinha como único cotista o IE LOCO LLC.

Ainda, pouco tempo após a segunda avaliação dos ativos da empresa SALA SUJA, o fundo CONQUISTA FIP conseguiu captar do mercado mais R\$ 2,2 milhões, referente a subscrição e integralização de outros dois RPPSs.

Em 29 de novembro de 2011, o CONQUISTA FIP firmou acordo com os sócios minoritários da empresa SALA SUJA para formalizar a aquisição da parcela remanescente das ações ordinárias (28%). A quitação ocorreria de forma parcelada até 31 de outubro de 2013, conforme divulgado em Fato Relevante emitido pelo administrador do fundo, a LOCO DTVM.

No mesmo 29 de novembro de 2011, quatro dias após a subscrição de um RPPS pelo valor unitário de R\$ 529.350,00 (quinhentos e vinte e nove mil e trezentos e cinquenta reais), o fundo ÁPILLA LEYRON FIM-IE, que, conforme já demonstrado, trata-se, de fato, da LOCO LLC, que, como já citado, é composto pelos sócios da LOCO DTVM, vende 1,01 cotas para um novo RPPS (negociação de mercado secundário) pelo preço unitário de R\$ 642.330,00 (seiscentos e quarenta e dois mil e trezentos e trinta reais) (a cota teve valorização de cerca de 21% entre 25 de novembro de 2011 e 29 de novembro de 2011, sem qualquer explicação pública do administrador do fundo).

Nesta data se inicia mais uma forma de monetização da ORCRIM da LOCO DTVM: a venda, via mercado secundário, de suas cotas, para investidores RPPS. Com o valor da cota até meados de outubro de 2012, de cerca R\$ 630.000,00 (seiscentos e trinta mil reais), o lucro percentual obtido pela ORCRIM com tais vendas era de 400%, em cerca de 2,5 anos.

Nesse interim, entre a segunda avaliação de ativo SALA SUJA e as vendas de cotas para institutos de previdência pelo fundo ÁPILA LEYRON FIM-IE, a empresa LOCO DTVM transfere a totalidade de sua participação no fundo (17 cotas à época) para a LOCO PARTICIPAÇÕES LTDA, a qual, cerca de quatro meses depois, transfere as mesmas 17 cotas para "BB". Parte destas cotas foram, posteriormente, vendidas para outros Institutos de Previdência.

Nos meses de julho e setembro de 2012, mais dois Institutos de Previdência investem no fundo R\$ 6 milhões. No mesmo período, os sócios da LOCO DTVM, BB e MCL, vendem parte de suas cotas para um novo RPPS, em transação de R\$ 4 milhões, divididos na proporção de 90% para BB e 10% para MCL.

Nesse momento, a ORCRIM se mostrava extremamente impetuosa. Parte das negociações de cotas no mercado secundário com RPPS ocorriam com cotas dos próprios sócios da LOCO DTVM, gerando altíssimos montantes financeiros diretos aos mesmos.

Em 7 de dezembro de 2012, BB e MCL transferiram, respectivamente, 0,25 e 2,27 cotas, para o fundo ÁPILA LEYRON FIM-IE. Ainda nesse dia, o fundo controlado pela LOCO LLC vende exatamente 2,52 cotas (soma das cotas transferidas por BB e MCL) para um novo RPPS – transação que demonstra que tanto BB como MCL possuem poder de decisão no fundo ÁPILA LEYRON FIM-IE, utilizando-o para suas negociações. Na data do fato, o fundo ÁPILA LEYRON FIM-IE era composto exclusivamente pela LOCO LLC.

A sequência de transferências de cotas evidencia que, provavelmente, a ORCRIM vislumbrou que vendas de cotas diretamente dos sócios da LOCO DTVM, como feito anteriormente, traria problemas com os órgãos de fiscalização, pelo nítido e claro conflito de interesses.

Em 2013, mais três Institutos de Previdência integralizam R\$ 3 milhões no CONQUISTA FIP. Neste momento, cada cota está valendo cerca de R\$ 800.000,00 (oitocentos mil reais), ou seja, oito vezes mais que no início do CONQUISTA FIP, em fins de 2009.

Em decisão da Assembleia Geral de Cotistas de 18 de julho de 2013, o Administrador do FIP promoveu diversas alterações no Regulamento com o objetivo de listagem das cotas em Bolsa, incluindo o prazo de duração do fundo que, a partir de então, passou a ser INDETERMINADO.

A mesma Assembleia aprovou o desdobramento das cotas do fundo, passando, a partir de 29 de novembro de 2013, cada cota existente a ser representada por 100.000 novas cotas. Nesse momento, ainda cerca de 47% das cotas do FIP estavam de posse da ORCRIM.

Durante o período 2013-2016, vários RPPS aportaram valores no CONQUISTA FIP, seja através de subscrições primárias, seja por negociações no mercado secundário com a aquisição de cotas pertencentes direta ou indiretamente a ORCRIM da LOCO DTVM (maioria dos casos). Nesse ínterim, mais adiante tem-se a quantificação de alguns dos ganhos da ORCRIM e os prejuízos dos RPPSs com as operações financeiras realizadas com cotas do CONQUISTA FIP.

Além da análise do “caminho do dinheiro”, a investigação realizada logrou acessar *e-mails* dos integrantes da ORCRIM, de modo que foi possível constatar diversas tratativas escusas entre os sócios e diretores da LOCO DTVM e consultorias contratadas por RPPS.

Nessas tratativas, um dos maiores focos é a busca por justificativas para os repasses financeiros realizados por empresas investidas do FIP para as consultorias e/ou empresas vinculadas a elas. Na sequência tem-se o detalhamento de uma dessas operações, realizada entre março e abril de 2012.

Nos *e-mails* analisados, a ORCRIM articula, de forma engenhosa, a elaboração de contratos de fachada de prestação de serviço no intuito de justificar o pagamento de rebate em pecúnia para FV, em contraprestação pela captação de cerca R\$ 10 milhões de um RPPS (assessorado pela NAXX) para o CONQUISTA FIP.

Conforme se constata do conteúdo revelador dessas tratativas (abaixo transcritas), de início, a ORCRIM sequer havia definido informações básicas para a confecção do aludido documento fantasioso. Não se sabia ao menos “qual o escopo do contrato”, “quem é o contratante”, “qual o tipo de serviço a ser contratado”, “qual o valor” etc.

Em posição de liderança, BB orientou que, como contratante, fosse utilizada a empresa SALA SUJA. Já como contratada, em um primeiro momento, a ORCRIM cogitou valer-se da própria NAXX como destino para a “comissão” de “FV”.

Porém, diante de ponderações quanto a eventual necessidade de comprovação dos serviços supostamente prestados, bem como a compatibilidade destes serviços com o objeto social da empresa NAXX, entre outras questões, optou-se por simular a contratação de um escritório advocatício ligado ao cunhado de FV. A seguir, tem-se o teor (com adequações para preservar os envolvidos) da troca de mensagens via correio eletrônico:

“LL” [01/03/2012]: “JP, o FV me cobrou o contrato que ficamos de finalizar, referente a captação provável de R\$10mm para o FIP.”

“JP” [01/03/2012]: “LL, me desculpe. Lembro do assunto, mas não lembro que devíamos fazer um contrato e que tipo de contrato. Me refresque a cabeça por favor.”

“GP” [01/03/2012]: “LL, esse contrato é aquele com a empresa Naxx? Se for esse, a gente não tinha conversado que nós íamos esperar o dinheiro entrar para fazer a minuta do contrato? A minuta já está pronta, precisamos apenas definir o escopo dos serviços que serão prestados pela Naxx.”

“GM” [01/03/2012]: “Dinheiro entrando semana que vem. E só entra se houver contrato.”

“GP” [01/03/2012]: “Qual será o escopo do contrato de prestação de serviços?”

“BB” [01/03/2012]: “Pf vamos fazer logo esse contrato!”

“JP” [02/03/2012]: “LL, conforme falamos por telefone ontem precisamos ter os parâmetros para fazer o contrato, ou seja preciso saber o seguinte: 1) Quem é o contratante, o fundo, a DTVM, a sala suja, a SPE quem? 2) Que tipo de serviço vamos contratar? 3) Qual o valor a ser pago, pois como a Naxx não é instituição financeira acredito que o valor a ser pago tem que ser fixado e não percentual? Com estas informações podemos fazer o contrato, ou pelo menos uma minuta e mandar para o FV, já pedi para você me enviar estes dados e você disse que faria, só não podia fazer ontem porque estava viajando. Então, assim que mandar os dados nos faremos o contrato rapidamente.”

“BB” [02/03/2012]: “JP/GP. O contrato deve ser feito em nome da sala suja (aqui o GM pode ajudar o LL na questão do objeto do contrato) mas acho q vc já pode ir fazendo a minuta, Quanto ao do Imobiliário, vc pode também fazer uma minuta em nome de uma SPE que vc possua ai. Pf prepare essas minutas mesmo deixando algumas informações pendentes pois temos reunião já agendada com o cara na 3a as 10hs e VAMOS assinar esses contratos nessa reunião.”

“GP” [05/03/2012]: “Prezados, conforme solicitado, segue anexas as minutas dos Contratos, com as seguintes observações: 1) precisamos analisar se o objeto dos Contratos estão de acordo com as atividades sociais das empresas. 2) Temos que tomar um maior cuidado com o Contrato do FII, pois já assinamos diversos contratos neste sentido. 3) A Naxx tem que demonstrar que efetivamente prestou o serviço, de forma que numa eventual fiscalização nós podemos comprovar que o serviço foi efetivamente prestado. Sendo assim, a Naxx terá que nos fornecer algum tipo de relatório para comprovar os serviços realizados; 4) Sugiro que o contrato seja assinado após o recebimento do investimento, pois caso contrário poderemos estar dando um título executivo em nome da Naxx no valor de R\$ 2.000.000,00. Para isso basta a Naxx apresentar um relatório ou estudo financeiro para poder cobrar os R\$ 2.000.000,00. Não temos como vincular a prestação do serviço ao recebimento do investimento. Estou à disposição para quaisquer esclarecimentos.”

“ED” [05/04/2012]: “Prezados, por solicitação do Sr. BB, encaminho o contrato de Advocacia entre Sala Suja e L. Advogados digitalizado.”

“JP” [05/04/2012]: “ED o que eu tenho que fazer com estes contratos? ”

“BB” [05/04/2012]: “Temos que pagar esse serviço na 2a feira. Analise a contraparte por favor”

“BB” [07/04/2012]: “JP seguem novamente as informações do escritório de advocacia. Precisamos liquidar isso na 2ª ok. Verifique a contraparte e nos avise. Abs., Ps.: o pgto. vai ser feito diretamente pela SALA SUJA”

“JP” [09/04/2012]: “BB, segue em anexo a documentação do escritório de advocacia. Aparentemente não há nenhum problema com o escritório e nem com seus sócios. JP”

“LL” [09/04/2012]: “JP, O cliente pode emitir a nota?”

“JP” [09/04/2012]: “Eu não vi nada de anormal, portanto entendo que eles podem emitir a nota fiscal, conforme já informei ao BB”.

No contrato fantasma SALA SUJA X L. Advogados, relevante notar que consta como data limite para o pagamento ao escritório de advocacia o dia 3 de abril de 2012 – curiosamente, mesma data da aplicação de R\$ 9,7 milhões do RPPS analisado no CONQUISTA FIP.

Interessante a sequência dos eventos verificada pela investigação. Em 3 de abril de 2012, terça-feira, o RPPS aplica R\$ 9,7 milhões no CONQUISTA FIP. Em 5 de abril de 2012, quinta-feira, BB determina: “Temos que pagar esse serviço na 2ª feira” – referindo-se ao contrato com o escritório de advocacia. Em 7 de abril de 2012, sábado, BB reitera as ordens: “Precisamos liquidar isso na 2ª ok” e “o pgto vai ser feito diretamente pela SALA SUJA”.

Na segunda-feira, 9 de abril de 2012, tem-se a transferência de R\$ 1,25 milhões do CONQUISTA FIP para a empresa SALA SUJA, a qual encaminha a mesma quantia, no mesmo dia, para o escritório L. Advogados.

Outrossim, pela cronologia dos fatos apresentados, fica evidente que a assinatura do contrato, datado como 4 de novembro de 2011, se deu de forma retroativa com o fito de gerar aparência de regularidade na prestação do serviço.

Resta nítida a correlação entre a aplicação do RPPS no CONQUISTA FIP e o pagamento em contraprestação pela captação desses recursos para FV via escritório L. Advogados.

Os fatos reportados novamente tipificam o crime do “peculato financeiro”, assim como o art. 27-E da Lei nº 6.385/1976 (BRASIL, 1976a) (sócios da NAXX trabalhando como distribuidores de cotas do CONQUISTA FIP).

Além disso, as manobras documentais que buscam dar um “ar” de legalidade às movimentações financeiras se enquadram no crime de “falsidade ideológica”, art. 299 do CP (BRASIL, 1940), já que os contratos criados não se refletem em serviços efetivamente prestados, além da inserção de falsas datas retroativas.

E ainda, como bem ilustrado nos *e-mails*, os diversos diretores da LOCO DTVM e os sócios da consultoria NAXX, em conluio, agindo de forma coordenada, cada qual com a sua função para a efetivação dos crimes, se tornam uma legítima ORCRIM, tipificando o crime do art. 1º da Lei nº 12.850/2013 (BRASIL 2013c).

Outra troca de *e-mails* interessante que a investigação logrou encontrar se refere ao segundo RPPS investidor do CONQUISTA FIP. O investimento se deu em 7 de abril de 2011, no montante de R\$ 6 milhões. O RPPS possuía como consultoria a empresa NAXX.

A diferença para o caso anterior é que o aporte do RPPS foi ligado a um investimento do CONQUISTA FIP em debêntures conversíveis de duas empresas em grandes dificuldades financeiras, aqui denominadas LISAM e LIAFAL (coligadas). Para que a NAXX recebesse o rebate pelo convencimento (distribuição

de cotas) dos gestores do RPPS no investimento no FIP, contratos simulados foram criados, com falsas prestações de serviços da NAXX para a LISAM e LIAFAL.

Nessas mensagens de correio eletrônico (29 de novembro de 2010 a 12 de abril de 2011), os interlocutores BB, LL, FV e BG (da NAXX), e representantes da LISAM, tratam do investimento do RPPS no CONQUISTA FIP e o contrato de fachada LISAM x NAXX em contraprestação pela atuação de FV na captação dos recursos. A seguir, têm-se, portanto, os principais excertos:

“BG”: “FS (LISAM), boa tarde!!!! Devido a NAXX não poder oficialmente figurar como distribuidor, pois perante a CVM somos consultores credenciados, fizemos uma pequena alteração no contrato e excluímos o terceiro parágrafo, o que não impede informalmente que sejam repassados dados e informações dos investidores firmes do projeto.”

“FS” (LISAM): “Bom dia. BG: Ok para a solicitação abaixo. MC: Sobre contrato para LISAM e LIAFAL, o que preferem: a) Dois contratos, replicamos o contrato existente para a LISAM. Adicionaríamos cláusula para evitar duplicidade. (...10% para a captação de cada empresa...) b) Mantemos apenas contrato com a LIAFAL, adicionamos cláusula dizendo que os 10% aplica para a captação na LISAM e LIAFAL.”

“FS” (LISAM): “Prezados, Segue nova versão do contrato com as alterações discutidas abaixo nos emails. 1) Altera NAXX para Consultor. 2) Retira “parágrafo terceiro – cláusula primeira - do objeto” – comunicar previamente os investidores. 3) Adiciona “parágrafo quarto – cláusula sexta” – LISAM e LIAFAL, cada empresa assina um contrato e cada uma paga o honorário referente a captação dela.”

“BB”: “Informo que foram creditados hoje na c/c do CONQUISTA FIP o valor de R\$6,0 mm ref. a primeira aplicação para LISAM/LIAFAL. Os seguintes valores serão deduzidos do valor a ser remetido para a LISAM/LIAFAL: em dez/2010 o Fundo fez um pagamento de R\$230 mil ref. a custos assumidos pela LISAM/LIAFAL. O valor atualizado pela taxa de 1% a.m. por 03 meses é de R\$236.969,23 que está sendo deduzido do valor a ser remetido para a LISAM/LIAFAL; o fundo está constituindo uma reserva de caixa de 24 meses a taxa de 2% a.a. para custos operacionais, no valor total de R\$240.000,00; GM e GT, Assim, o valor que será remetido para a LISAM/LIAFAL será de R\$5.523.030,77. Para remessa desse valor, precisamos tão somente dos documentos que o GP enviará assinados. O valor base para emissão das debêntures conversíveis será de R\$5.760.000,00.”

FV: “Caro GT, Segue em anexo, a nota fiscal. Informo ainda os dados bancários para a Ted: NAXX CONSULTORIA....”

LL: “Conforme nosso entendimento, segue recibo assinado da LOCO DTVM LTDA. Peço liberarem os recursos da NAXX hoje.”

GT (LISAM): “FV Boa tarde. Vimos comunicar que o valor da Nota fiscal será remetido amanhã até as 12 horas”.

Como vislumbrado, nesse caso, os recebimentos da NAXX CONSULTORIA ocorrem via empresa LISAM (após repasses da LOCO DTVM das contas do FIP), investida do CONQUISTA FIP, em conluio, inclusive, com os sócios da própria LISAM, que tinham conhecimento que a NAXX estava atuando como distribuidora

das cotas do CONQUISTA FIP junto a RPPS que ela prestava consultoria. Novamente os crimes citados no exemplo anterior se repetem.

Quanto à questão dos crimes vinculados às transações financeiras com o intuito de beneficiar os diretores da LOCO DTVM, empresas consultoras dos RPPS e, na sequência, os próprios gestores dos RPPS, nas tramas que envolveram o CONQUISTA FIP, acredita-se que os exemplos ilustrados já mostram bem o *modus operandi* da ORCRIM da LOCO DTVM e seus comparsas fora da IF.

3.2 VALUATIONS FRAUDULENTOS

O CONQUISTA FIP realizou poucas aquisições de ativos desde sua entrada em operação, em meados de 2009. Para exemplificar o uso de *valuations* fraudulentos sobreprecificados, pela IF LOCO DTVM, com o intuito de maximizar seus ganhos com taxas de administração, gestão e *performance*, além de promover alienações de cotas, dos seus próprios diretores, com lucro expressivo, focamos esta parcela do estudo de caso na empresa SALA SUJA, por vezes já citada.

Conforme documentos públicos do FIP e outros obtidos pela investigação, a aquisição de quase 100% da empresa SALA SUJA, pelo CONQUISTA FIP, se deu em meados de 2010, pelo montante aproximado de R\$ 11,8 milhões – valores esses pagos a partir da competência de 2011, já com a entrada de cotistas RPPS.

Conforme pode ser observado na tabela 6, a seguir, a empresa SALA SUJA passou por diversas avaliações, realizadas a pedido do CONQUISTA FIP, que elevaram seu valor para, no auge, precificá-la em cerca de R\$ 121,535 milhões, cerca de apenas 2,5 anos após sua aquisição por valor 11 vezes menor.

Tabela 6 – Avaliações empreendidas do ativo SALA SUJA.

Data da Avaliação	Consultoria	Empresa Avaliada (R\$ X 1000): SALA SUJA
30.11.2010	VDBS Participações	R\$ 40.000
18.11.2011	ATSIS	R\$ 70.468
31.10.2012	ATSIS	R\$ 121.535
30.12.2013	ATSIS	R\$ 89.024
06;01.2014	BELOITE	R\$ 78.844
06.02.2015	ATSIS	R\$ 59.728
23.01.2015	BELOITE	R\$ 27.147
02.03.2015	BKL	R\$ 69.218
13.01.2017	BKL	R\$ 68.400
01.08;2019	ETOVIS LEMON	R\$ 6.120

Um Relatório de Gestão do CONQUISTA FIP do ano de 2010, emitido pela LOCO DTVM, apresenta como principal investimento do fundo naquele ano a empresa SALA SUJA, já à época representando mais de 80% do PL do FI.

Cabe aqui ressaltar alguns pontos relevantes trazidos pelo relatório sobre a empresa SALA SUJA. O primeiro deles é que a empresa, ao ser adquirida, passava por dificuldades financeiras. Não apenas existia um contexto de encargos financeiros elevados, como a empresa não estava gerando lucro. Os exercícios de 2009 e 2010 foram de PREJUÍZO na linha final.

Resumindo, a operação não estava ganhando dinheiro – o que trazia dificuldades financeiras para a empresa. Soma-se a esse fato, a empresa estar (na própria visão da equipe de gestão do CONQUISTA FIP) desorganizada no que tangia a seus processos gerenciais e administrativos, dentro de uma situação “CAÓTICA” – termo utilizado dentro do próprio relatório.

Além disso, no próprio relatório de gestão, a equipe dizia que tinha ciência de que os anos de 2010 e 2011 seriam anos de ajustes (ou seja, anos difíceis), devido à implementação de melhorias e alterações que se fazia necessário frente à desorganização operacional e financeira na qual se encontrava a empresa. Tal afirmação foi posta em contradição nas otimistas previsões que foram feitas nos laudos das consultorias, onde se esperava pujante crescimento, pouco adequado em anos de ‘ajustes’.

Em seguida, no mesmo relatório, a gestora passa a mostrar os projetos da SALA SUJA para os anos seguintes, bem como apresentar números. Passou-se a notar, então, um exacerbado otimismo, traduzido em números, e demonstrando uma diferença crucial de postura, antes mais conservadora e consciente dos desafios que havia pela frente.

Um exemplo do forte otimismo no que se refere aos números projetados pode ser visto nas expectativas de geração de caixa operacional apresentados no mesmo relatório da LOCO DTVM do ano de 2010. A geração de caixa operacional esperada daria um salto de 239% do ano de 2011 para o ano de 2012, tendo a expectativa de sair do patamar de aproximadamente R\$ 3,8 milhões para mais de R\$ 12,9 milhões.

Essa expressiva mudança de patamar de geração de caixa é explicada por: “Nossas estimativas consideram que a partir do início de 2012 terá início a operação da nossa planta de Taubaté e, no início de 2013 entraria em operação nossa planta de Goiás”.

Cabe aqui informar que tais plantas somente existiam em projetos futuros da LOCO DTVM. Nunca existiram no mundo real. Trata-se do início da formulação de dados inverídicos sobre a empresa SALA SUJA com o intuito de dar credibilidade a precificações irreais por *valuations* fraudulentos.

A seguir, tem-se a exploração dos pontos importantes dos dois *valuations* (aqui denominados Laudo 1 e Laudo 2) realizados pela empresa ATSiS, nos anos 2011 e 2012, que elevaram o valor da SALA SUJA para cerca de R\$ 70,4 milhões e R\$ 121,5 milhões, respectivamente.

A metodologia utilizada pela ATSiS tinha por base a “análise retrospectiva, projeção de cenários e em fluxos de caixa descontados”. Basicamente, trata-se do método do fluxo de caixa descontado (DCF).

Aqui cabe relevante ressalva técnica. Como informado pela própria LOCO DTVM, em seu relatório de gestão, a empresa SALA SUJA vinha de, pelo menos, dois anos de prejuízos operacionais. Se tal premissa fosse levada em consideração pela ATSiS, e tal empresa utilizasse as recomendações internacionais existentes desde meados de 2005 para a indústria de PE, não teria utilizado o método do fluxo de caixa descontado para precificar a SALA SUJA.

Outros métodos, mais conservadores e com menor subjetivismo, teriam sido utilizados, como o “valor de liquidação”, “*buy-back*” e reavaliação dos ativos da SALA SUJA, por exemplo.

Voltando ao caso concreto, no Laudo 1, percebe-se um expressivo aumento esperado de receitas, principalmente do primeiro para o segundo ano. Era esperado, segundo os analistas que fizeram o relatório, um crescimento de 45% na Receita Operacional Total (ROT).

As expectativas em relação à nova planta que seria criada eram, realmente, bem otimistas. Segundo informado pela ATISIS, BB foi o solicitante do serviço, como também o “ponto de contato” para envio das informações sobre a SALA SUJA que embasaram a avaliação.

Na página 11 do Laudo 1, a consultoria ATISIS sintetiza, na tabela chamada “PREMISSAS PARA PROJEÇÃO DE RESULTADOS”, as entradas e saídas, as premissas em relação a essas e, na terceira coluna, a “LÓGICA” de cada uma das premissas. O primeiro item é justamente a Receita Operacional Bruta (ROB).

Como premissa, é apresentado: a ROB foi projetada a partir dos dados históricos da empresa e projeções de acordo com o potencial de produção da empresa, assumindo as seguintes taxas de crescimento em função da capacidade da planta existente (sic): 45,7%, no ano 1; 34,9%, no ano 2; 16,3%, no ano 3; 18,9%, no ano 4; e, 0% de crescimento a partir do ano 5.

Na coluna “LÓGICA”, é dito nesse item: “foram utilizados dados baseados no histórico da empresa e projeções de crescimento de acordo com o potencial da empresa, detalhadas no Anexo I”.

Entretanto, no Anexo I, apenas são apresentadas mais tabelas referentes ao desdobramento das contas. Não há qualquer justificativa econômica e/ou operacional que confira embasamento para o expressivo crescimento de receita projetado, em especial para os Anos 1 e 2.

Os equívocos são ainda mais vultuosos nas expectativas de EBTIDA e Margem Líquida. Estimava-se para o Ano 1 uma alta margem EBTIDA, de quase 50% e uma margem líquida também elevada, de 22%. Porém, a companhia vinha de um prejuízo em 2010, de quase R\$ 1,3 milhão.

Dessa forma, qual era a base para uma virada tão repentina, em apenas um exercício, de um prejuízo de mais de 10% para um lucro duas vezes maior que isso? Quais eram as fontes desse ganho de eficiência, além das mudanças na governança citadas no “Relatório de Gestão de 2010” do CONQUISTA FIP?

Nesse aspecto, não há explicação para uma margem de erro tão grande para o Ano 1, já que a emissão dessa avaliação por parte da AT SIS ocorreu muito próximo do final do ano (18 de novembro de 2021) – momento onde era possível ter uma ideia da maneira como as mudanças estavam se dando na companhia, e qual era o reflexo disso nas margens. Ademais, esse número também é frustrado (e em muito): o lucro líquido esperado para o primeiro ano, de R\$ 2,248 milhões foi, em verdade, um prejuízo de quase o mesmo valor.

Partindo para a análise do Laudo 2, verifica-se que o ano de 2011, que seria o Ano 1 projetado pelo Laudo 1, frustra as projeções em diversos aspectos. A Receita, ao invés de subir o projetado, **cai**. Do mesmo modo, o lucro líquido (linha final do balanço), que era esperado, não somente não é atingido, como o prejuízo do ano anterior dobra de tamanho.

O ponto de, talvez, o maior otimismo – a implantação da Planta de Taubaté – não se concretiza em 2012. Ainda assim, no Laudo 2, reforça-se o otimismo de que, em maio de 2013, a planta estaria em funcionamento. Como já citado, tal previsão novamente se mostrará equivocada, para não dizer “fantasiosa”, já que, conforme relatos obtidos da investigação, tal planta nunca teve investimentos que pudessem tirá-la do papel.

Analisando-se as “Projeções de Receitas e Lucros” do Laudo 2, têm-se que as estimativas de curtíssimo prazo já vinham se deteriorando: uma vez que o Ano 1 havia frustrado expectativas de receitas e lucro, a projeção para o primeiro ano desta vez mostra queda na receita e já projeta prejuízo líquido.

Entretanto, ainda que o prejuízo presente seja considerado nas projeções, foi compensado com estimativa de crescimento de 106,20% na receita bruta do Ano 1 para o Ano 2. Novamente, neste quesito, o otimismo recai sobre a planta de Taubaté que, segundo o Laudo, já estaria em produção em maio de 2013, e seria o suficiente para tamanho aumento no faturamento da companhia.

As estimativas de crescimento dos lucros também soam bastante carregadas de otimismo (que, segundo a perícia da PF, não tinham base técnica, uma vez que a empresa apresentava recorrente prejuízo).

A fim de exemplificar o expressivo crescimento dos lucros que era esperado quando da valoração da empresa SALA SUJA, a perícia calculou o *Compound Annual Growth Rate* (CAGR) ou taxa de crescimento anual composta – indicador

largamente utilizado na indústria financeira para medir crescimento, levando em consideração as taxas compostas.

De forma, inclusive, conservadora, retirando-se do cálculo o Ano 1, no qual esperava-se um prejuízo líquido de R\$ 498.000,00 (quatrocentos e noventa e oito mil reais), o cálculo resulta em um CAGR de 47,25%.

Ainda que não seja impossível, fica o questionamento do grau de probabilidade de uma empresa que não vinha conseguindo sequer cobrir os custos e despesas com sua atividade, reverter este quadro, passar a lucrar e apresentar um crescimento composto, em média, de mais de 47% – muito acima do que era projetado tanto para a economia, quanto para o setor no mesmo período.

Os diretores e responsáveis pelos *valuations* fraudulentos foram indiciados pela PF no crime de associação criminosa, art. 288 do CP (BRASIL, 1940), no contexto de terem se associado aos diretores da LOCO DTVM com o intuito de fraudar documentos (avaliações) que serviram como base para a precificação de cotas de FI administrados pela IF.

Na visão do presente autor, é possível argumentar que o crime de “falsidade ideológica”, art. 299 do CP (BRASIL, 1940), também se amolga às condutas dos avaliadores da ATSYS, já que na confecção das avaliações fraudulentas, por diversas vezes inserem declarações falsas ou diversas das que deveriam ser escritas, alterando a verdade.

Aqui cabe uma analogia com a teoria da cegueira deliberada⁵⁵, já que os autores dos *valuations* não poderiam se furtar de uma análise mais acurada e técnica dos dados recebidos via diretores da LOCO DTVM, principalmente, pois esses dados foram recebidos anos após anos, como no caso da SALA SUJA. Salvo melhor juízo, o dolo do agente fica bem claro pelo seu alto conhecimento sobre a matéria, não podendo se furtar de sua responsabilidade objetiva.

Ainda na relevância criminal do fato, os atos praticados, de uma avaliação fraudulenta de um ativo de um FI, que no caso estudado ocorreram pela atuação conjunta dos diretores da LOCO DTVM e ATSYS, se amolga plenamente no tipo penal do art. 6º da Lei nº 7.492/1986 (BRASIL, 1986).

⁵⁵ “Segundo Ragués i Vallés, encontra-se em estado de ignorância deliberada “todo aquele que podendo e devendo conhecer determinadas circunstâncias penalmente relevantes de sua conduta, toma deliberada ou conscientemente a decisão de manter-se na ignorância com relação a elas” (GORGES, 2021).

Os atos praticados induziram ou mantiveram em erro os cotistas do FIP, no caso, os RPPSs, sobre a real situação financeira da empresa SALA SUJA, sonogando informações relevantes e/ou prestando-as falsamente, como foi discorrido nos exemplos dos Laudos 1 e 2, que ilustraram a presente análise.

3.3 QUANTIFICAÇÃO DOS GANHOS DA ORCRIM DA LOCO DTVM COM O CONQUISTA FIP

A ORCRIM da LOCO DTVM, chefiada por BB, obteve lucro real de, pelo menos, duas formas bem claras operacionalizando o CONQUISTA FIP, a saber:

- 1) Revendendo as cotas (adquiridas na estruturação do FIP antes das avaliações fraudulentas de ativos) de sua propriedade para os RPPSs no mercado secundário; e
- 2) Com as taxas de *Performance*, Gestão e Administração que eram pagas pelos cotistas do FIP, contabilizadas sobre percentuais do PL do FIP, o qual se encontrava sobreprecificado com base em avaliações fraudulentas de seus ativos.

A primeira forma se deu no período 2011-2017, com diversas operações de vendas de cotas, de posse direta ou indireta da ORCRIM, para os RPPSs. A investigação apurou que tais vendas renderam lucros nominais de cerca de R\$ 23 milhões, que reajustados pela taxa DI representam hoje cerca de R\$ 50 milhões.

De acordo com as demonstrações financeiras publicadas no *website* da CVM, de 2010 a meados de 2020, período em que BB era administrador/gestor do fundo, direta ou indiretamente, a ORCRIM recebeu cerca de R\$ 18,72 milhões remunerados através de taxas de Administração, Gestão e *Performance*. Esses valores, também reajustados pela taxa DI, representam hoje cerca de R\$ 35 milhões.

Concluindo, a título ilustrativo, os ganhos financeiros dos diretores do LOCO DTVM com a operacionalização fraudulenta do CONQUISTA FIP alcançam cifras equivalentes a, cerca de R\$ 85 milhões, em setembro de 2023.

Cabe ressaltar que outros tipos de desvios de valores financeiros dos cofres do CONQUISTA FIP e seus ativos (SALA SUJA, por exemplo) não foram aqui contabilizados, como, por exemplo, os pagamentos para os consultores dos RPPSs, sendo o foco apenas os ganhos diretos da ORCRIM da LOCO DTVM.

3.4 QUANTIFICAÇÃO DAS PERDAS DOS RPPS COM SEUS APORTES NO CONQUISTA FIP

Conforme apurado pela investigação da PF, pelo menos 26 RPPSs aportaram valores no CONQUISTA FIP no período 2010-2017 sem terem tido, até os dias de hoje, a possibilidade concreta⁵⁶ de resgate de suas cotas.

O montante de valores investido pelos RPPSs foi de cerca de R\$ 85 milhões, em valores nominais, nos momentos dos aportes. Desde meados do ano de 2021, o CONQUISTA FIP vem sendo precificado com PL negativo, ou seja, com cota negativa.

Tal valoração decorre, entre outras coisas, da perda, pelo fundo, de um processo na Câmara Arbitral do Mercado da BM&F Bovespa⁵⁷, vinculado às empresas LISAM e LIAFAL. Também diversas Provisões para Devedores Duvidosos (PDDs) e honorários advocatícios incrementam o passivo atual do FIP.

Em virtude do cenário atual do FIP, verifica-se que, infelizmente, na melhor das hipóteses, os cotistas RPPSs perderam todo o valor investido. Melhor das hipóteses porque existe a possibilidade de uma coobrigação, como cotistas, com os passivos do FIP que, na competência de agosto de 2023, remontam em cerca de R\$ 77 milhões negativos.

A título ilustrativo, o prejuízo dos 26 RPPSs, que é, no mínimo, de todo o capital investido, reajustado pela taxa DI, desde a data dos aportes, perfaz um montante de cerca de R\$ 203 milhões, em setembro de 2023.

⁵⁶ O FIP teve suas cotas negociadas em bolsa a partir de meados de 2014. Ocorre que a baixíssima liquidez do ativo aliada a negócios com valores muito abaixo da precificação da cota patrimonial (20 a 30% do valor da cota) impediu resgates dos RPPSs.

⁵⁷ Bolsa de Mercadorias e Futuros + Bolsa de Valores de São Paulo.

4 CONCLUSÃO

O maior objetivo do presente estudo trabalho foi contribuir para uma melhoria na qualidade das investigações criminais de possíveis fraudes financeiras em FIs, notadamente, mas, não exclusivamente, em ações que envolvam RPPS (bem como EFPC, de modo análogo).

Buscando trazer o leitor para um caminho mais pavimentado do conhecimento sobre o tema proposto, versou-se sobre os RPPSs, abordando questões financeiras, jurídicas, de gestão e governança, mediante revisão bibliográfica e cronológica das legislações e dos normativos aplicados a tais entes na escolha por investimentos financeiros, na busca da meta atuarial de suas carteiras.

Tais questões são de suma importância quando do confronto de ações de gestores de RPPS com tipos penais específicos, como, por exemplo, a “gestão temerária”, contida no parágrafo único do art. 4º da Lei 7.492/1986 (BRASIL, 1986).

Como as linhas que se seguiram se propuseram a ilustrar um estudo de caso de um FI fraudulento investigado pela PF, se fez necessário conceituar e detalhar um tipo específico de FI: o FIP, onde suas peculiaridades e, principalmente, os riscos inerentes ao formato de investimento, necessitam de estudos detalhados de propensos investidores.

Por conseguinte, a ausência de bibliografias e estudos que correlacionem atos fraudulentos no mercado financeiro com os possíveis tipos penais afetos motivou a empreitada, que buscou municiar servidores de órgãos de persecução penal e operadores do Direito com uma gama de situações práticas de atos ilícitos, passíveis de tipificação com crimes apontados nas Leis nºs 7.492/1986 (BRASIL, 1986) e 6.385/1976 (BRASIL, 1976a) – crimes contra o SFN e contra o Mercado de Capitais, respectivamente. Tem-se que o detalhamento do *modus operandi* de práticas fraudulentas, já observadas em procedimentos criminais investigativos, com sua vinculação com tipos penais específicos, buscou promover o fortalecimento técnico de investigações dessa temática e, quiçá, um engajamento maior no combate a esse tipo de criminalidade que, em muitos casos, exige conhecimentos mais profundos em economia e finanças.

Dessa feita, empreendeu-se uma espécie de experiência prática após uma imersão teórica sobre a temática em comento, demonstrando-se os pontos principais de um FIP investigado pela PF no bojo da “Operação Fundo Fake”, com a preservação dos nomes verdadeiros, com intuito especificamente científico. Nesse estudo de caso, diversos atos ilícitos foram detalhados e confrontados com tipos penais, ratificando as assertivas propostas como objetivos da presente empreitada.

Por fim, a título ilustrativo, expuseram-se os ganhos que a ORCRIM investigada⁵⁸ angariou com as práticas fraudulentas e, tragicamente, no caso real, o prejuízo mínimo atual dos RPPSs investidores, superior a R\$ 200 milhões, apenas no caso do FIP analisado.

De fato, o tema aqui trabalhado mostrou-se amplo, esperando que futuros trabalhos abordem outros tipos de FI, como os FIs, por exemplo, que possuem precificação focada em avaliações de ativos imobiliários, passíveis de fraudes, nos mesmos moldes dos FIPs.

Outro estudo interessante pode versar sobre os investimentos dos RPPSs em TPFs, com a análise dos preços praticados, buscando verificar se os RPPSs estão negociando dentro do “Túnel ANBIMA”, ou mesmo sem sofrerem manipulação de preços pelas IFs responsáveis pelas operações.

Também pode-se estudar os impactos das normas do CMN e do MTP, após 2018, nos resultados financeiros e atuariais dos RPPSs, pois, ao que tudo indica pelas pesquisas aqui empreendidas, os números de FIs fraudulentos que receberam aportes de RPPS diminuiu consideravelmente a partir dali, devido às regras impostas.

⁵⁸ Administrou mais de uma dezena de FIs que receberam aportes de RPPS em valores nominais superiores a R\$ 500 milhões. Como as práticas fraudulentas identificadas no CONQUISTA FIP também ocorreram nos demais FIs, apenas em proporções distintas, a depender do FI, estima-se que o prejuízo atual dos RPPSs investidores perpassa a casa do R\$ 1 bilhão somente nesta investigação da PF.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, Bárbara Elena Gomes de. **Capital de risco: conceitos e mecanismos de saída**. 2017. Monografia (Bacharelado em Direito) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2017. Disponível em: <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/30815/30815.PDF>. Acesso em: 4 out. 2022.

ALVES, Davis. Estrela da fraude: a ganância com factor motivador da fraude. **Working Papers**, Observatório de Economia e Gestão de Fraude, n. 57, jan. 2018.

AMORIM, Fernanda Santos. **Previsão de indícios de fraude em Fundos de Pensão utilizando Modelos de Aprendizado de Máquina Supervisionados e Técnicas de Balanceamento de Dados**. 2021. 94 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de Brasília, Brasília, 2021.

ANHAIA, Artur Vitoriano Gaieski de. **Os riscos sobre investimentos do mercado financeiro brasileiro**. 2006. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia, Faculdades de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2006. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/8800/000589309.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 23 maio 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Certificação**. Rio de Janeiro, São Paulo, [s. d.]. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/certificacao.htm. Acesso em: 26 maio 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA); FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (FGV). **Anuário da Indústria de Fundos de Investimento**: 2013. [S. l.], 2013.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL (ABVCAP). **Guia de Venture Capital e Private Equity**. Rio de Janeiro: ABVCAP, 2019.

AUSTIN RATING. **Austin atribui rating 'brCCC' para a 1ª Emissão de Debêntures da Bittenpar**. [S. l.], 18 dez. 2017. Disponível em: https://www.austin.com.br/Press_Release/1137/Austin_atribui_rating_%E2%80%98brCCC%E2%80%98_para_a_1%C2%AA_Emiss%C3%A3o_de_Deb%C3%AAntures_da_Bittenpar. Acesso em: 12 jul. 2023.

BALDOCCHI, Gabriel. Previdência saqueada. **Isto É – Dinheiro**, [s. l.], 31 maio 2019. Disponível em: <https://istoedinheiro.com.br/previdencia-saqueada/>. Acesso em: 4 out. 2022.

BERNARDINO, Diogo. Fundos de Venture Capital e Private Equity: breve análise sobre sua evolução, características e importância. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 16, n. 61, p. 45-77, jul./set. 2013.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.652, de 23 de setembro de 1999**. Dispõe sobre as aplicações dos recursos dos fundos com finalidade previdenciária. Brasília, 1999. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1999/pdf/res_2652_v1_o.pdf. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 3.198, de 27 de maio de 2004**. Altera e consolida a regulamentação relativa à prestação de serviços de auditoria independente para as instituições financeiras, demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e para as câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação. Brasília, 2004a. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2004/pdf/res_3198_v9_p.pdf. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 3.244, de 28 de outubro de 2004**. Dispõe sobre as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios. Brasília, 2004b. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2004/pdf/res_3244_v2_L.pdf. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 3.506, de 26 de outubro de 2007**. Dispõe sobre as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios. Brasília, 2007. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2007/pdf/res_3506_v1_o.pdf. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 3.790, 24 de setembro de 2009**. Dispõe sobre as aplicações dos recursos em moeda corrente dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios. Brasília, 2009. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2009/pdf/res_3790_v2_L.pdf. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 3.922, 25 de novembro de 2010**. Dispõe sobre as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios. Brasília, 2010. Disponível em: <http://sa.previdencia.gov.br/site/2015/10/Resolu%C3%A7%C3%A3o-CMN-3922-2010.pdf>. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 4.392, de 19 de dezembro de 2014**. Altera a Resolução nº 3.922, de 25 de novembro de 2010, que dispõe sobre as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios. Brasília, 2014a. Disponível em: <https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=279164>. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 4.557, de 23 de fevereiro de 2017**. Dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos, a estrutura de gerenciamento de capital e a política de divulgação de informações. (Redação dada pela Resolução nº 4.745, de 29/8/2019). Brasília, 2017a.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 4.604, de 19 de outubro de 2017**. Altera a Resolução nº 3.922, de 25 de novembro de 2010, que dispõe sobre as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios. Brasília, 2017b. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50452/Res_4604_v1_O.pdf. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 4.695, de 27 de novembro de 2018**. Altera a Resolução nº 3.922, de 25 de novembro de 2010, que dispõe sobre as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios, e a Resolução nº 4.661, de 25 de maio de 2018, que dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. Brasília, 2018a.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 4.963, de 25 de novembro de 2021**. Dispõe sobre as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal e pelos Municípios. Brasília, 2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4963>. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. Secretaria Especial de Previdência e Trabalho. **Portaria nº 9.907, de 14 de abril de 2020**. Estabelece parâmetros para o atendimento, pelos dirigentes, gestores de recursos e membros dos conselhos e comitês dos regimes próprios de previdência social da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, aos requisitos mínimos previstos no art. 8º-B da Lei nº 9.717, de 27 de novembro de 1998, e dá outras providências. Brasília, 2020a. Disponível em: http://sa.previdencia.gov.br/site/2020/04/PORTARIA_N.-9907_DE_14_DE_ABRIL_-DE_-2020_.pdf. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 8, de 8 de outubro de 1979**. Brasília, 1979. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/001/inst008.pdf>. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 391, de 16 de julho de 2003**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Brasília, 2003.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 409, de 18 de agosto de 2004**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Brasília, 2004c. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst409.pdf>. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 549, de 24 de junho de 2014**. Altera a Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Brasília, 2014b. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst549.pdf>. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução 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. Brasília, 2014c.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 578, de 30 de agosto de 2016**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Brasília, 2016a.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 579, de 30 de agosto de 2016**. Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos Fundos de Investimento em Participações. Brasília, 2016b.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução nº 62, de 19 de janeiro de 2022**. Veda as práticas de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, realização de operações fraudulentas e uso de práticas não equitativas, e revoga a Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979, e a Deliberação CVM nº 14, de 23 de dezembro de 1983. Brasília, 2022a.

BRASIL. Ministério da Justiça e Segurança Pública. Polícia Federal. **Operação Fundo Fake investiga gestões fraudulentas em fundos de previdências municipais**. Brasília, 30 jul. 2020b. Disponível em: <https://www.gov.br/pf/pt-br/assuntos/noticias/2020/07-noticias-de-julho-de-2020/operacao-fundo-fake-investiga-gestoes-fraudulentas-em-fundos-de-previdencias-municipais>. Acesso em: 6 jul. 2023.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Estatísticas e Informações dos RPPS**. Brasília, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/rpps/estatisticas-e-informacoes-dos-rpps-1/estatisticas-e-informacoes-dos-rpps>. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Portaria nº 155, de 15 de maio de 2008.** Dispõe sobre a regulamentação da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.506, de 26 de outubro de 2007 no que se refere à política de investimentos e à certificação dos responsáveis pelas aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social. Brasília, 2008a. Disponível em: <http://sa.previdencia.gov.br/site/2016/07/PORTARIA-155.pdf>. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Portaria nº 170, de 25 de abril de 2012.** Altera a Portaria MPS/GM nº 519, de 24 de agosto de 2011, que dispõe sobre as aplicações dos recursos financeiros dos Regimes Próprios de Previdência Social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios. Brasília, 2012. Disponível em: <https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=240706>. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Portaria nº 185, de 14 de maio de 2015.** Institui o Programa de Certificação Institucional e Modernização da Gestão dos Regimes Próprios de Previdência Social da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios – “Pró-Gestão RPPS”. Brasília, 2015a. Disponível em: <http://sa.previdencia.gov.br/site/2018/01/PORTARIA-MPS-n%C2%BA-185-de-14maio2015-atualizada-at%C3%A9-02jan2018.pdf>. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Portaria nº 300, de 3 de julho de 2015.** Altera a Portaria MPS/GM nº 519, de 24 de agosto de 2011, que dispõe sobre as aplicações dos recursos financeiros dos RPPS instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios, para definir regras sobre classificação como investidor qualificado e investidor profissional e parâmetros sobre o credenciamento de instituições, e a Portaria MPS/GM no 204, de 10 de julho de 2008, que dispõe sobre a emissão do CRP, para prorrogar o prazo de envio do DRAA, no exercício de 2015. Brasília, 2015b. Disponível em: <https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=286519>. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Portaria nº 402, de 10 de dezembro de 2008.** Disciplina os parâmetros e as diretrizes gerais para organização e funcionamento dos regimes próprios de previdência social dos servidores públicos ocupantes de cargos efetivos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, em cumprimento das Leis nº 9.717, de 1998 e nº 10.887, de 2004. Brasília, 2008b. Disponível em: <http://sa.previdencia.gov.br/site/2017/07/PORTARIA-MPS-n%C2%BA-402-de-10dez2008-atualizada-at%C3%A9-19jul2017.pdf>. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Portaria nº 440, de 9 de outubro de 2013.** Altera a Portaria MPS/GM nº 519, de 24 de agosto de 2011, que dispõe sobre as aplicações dos recursos financeiros dos Regimes Próprios de Previdência Social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios e dá outras providências. Brasília, 2013a. Disponível em: <https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=260532>. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Portaria nº 509, de 2011.** Brasília, 2011a.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Portaria nº 519, de 24 de agosto de 2011**. Dispõe sobre as aplicações dos recursos financeiros dos Regimes Próprios de Previdência Social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios, altera redação da Portaria MPS nº 204, de 10 de julho de 2008 e da Portaria MPS nº 402, de 10 de dezembro de 2008; e dá outras providências. Brasília, 2011b. Disponível em: <http://sa.previdencia.gov.br/site/2018/01/PORTARIA-MPS-n%C2%BA-519-de-24ago2011-atualizada-at%C3%A9-02jan2018.pdf>. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Portaria nº 1.467, de 2 junho de 2022**. Disciplina os parâmetros e as diretrizes gerais para organização e funcionamento dos regimes próprios de previdência social dos servidores públicos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, em cumprimento à Lei nº 9.717, de 1998, aos arts. 1º e 2º da Lei nº 10.887, de 2004 e à Emenda Constitucional nº 103, de 2019. Brasília, 2022b.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Previdência. Secretaria de Previdência. Subsecretaria dos Regimes Próprios de Previdência Social. **Manual do Pró-Gestão RPPS**: Programa de Certificação Institucional e Modernização da Gestão dos Regimes Próprios de Previdência Social da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, instituído pela Portaria MPS nº 185/2015: versão 3.4: aprovada nas Reuniões da Comissão de Credenciamento e Avaliação do Pró-Gestão RPPS, realizadas nos dias 06/12/2022 e 12/12/2022 e autorizada sua divulgação pela Portaria SPREV nº 4.248, de 22 de dezembro de 2022, publicada no DOU do dia 23/12/2022, com vigência a partir de 02 de janeiro de 2023. [S. n. t.].

BRASIL. Poder Legislativo. Câmara dos Deputados. **CPI – Fundos de Pensão**: relatório final. Brasília, 2015/2016. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-temporarias/parlamentar-de-inquerito/55a-legislatura/cpi-fundos-de-pensao/documentos/outros-documentos-1/relatorio-final-apresentado-em-12-04-16>. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Poder Legislativo. Congresso Nacional. Comissão Parlamentar Mista de Inquérito “dos Correios”. **Relatório final dos trabalhos da CPMI “dos Correios”**: volume III. Brasília, 2006.

BRASIL. Poder Judiciário. Justiça Federal. Seção Judiciária de São Paulo. **15/03/2019 - Justiça recebe denúncia contra sete acusados por gestão fraudulenta em fundos de pensão**. [São Paulo], 15 mar. 2019a. Disponível em: <https://www.jfsp.jus.br/comunicacao-publica/indice-noticias/noticias-2019/15032019-justica-recebe-denuncia-contrasete-acusados-por-gestao-fraudulenta-em-fundos-de-pensao>. Acesso em: 6 jul. 2023.

BRASIL. Poder Judiciário. Ministério Público Federal. 176ª Sessão de Coordenação. **Enunciado nº 66, de 10 de fevereiro de 2020**. Brasília, 2020c. Disponível em: <https://www.mpf.mp.br/atuacao-tematica/ccr2/enunciados>. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Poder Judiciário. Ministério Público Federal. Força-Tarefa da Operação Greenfield. **Procedimento Investigatório Criminal nº 1.16.000.001029/2016-69 e IPL nº 917/2016**. Brasília, 17 maio 2017c. Disponível em: <https://static.poder360.com.br/2017/09/den.greenfield.estaleiros.pdf>. Acesso em: 12 jul. 2023.

BRASIL. Poder Judiciário. Ministério Público Federal. Força-Tarefa da Operação Greenfield. **Procedimento Investigatório Criminal nº 1.16.000.000090/2017-70 e IPL nº 1107/2016**. Brasília, 17 maio 2017d. Disponível em: <https://cdn.oantonista.net/uploads%2F1496081756989-acao+penal+Cevix.pdf>. Acesso em: 12 jul. 2023.

BRASIL. Poder Judiciário. Ministério Público Federal. Força-Tarefa Greenfield. **Procedimento Investigatório Criminal nº 1.16.000.000090/2017-70**. Brasília, [2017]. Disponível em: <http://www.ambep.org.br/wp-content/uploads/2019/04/denuncia.V55.providax.petros-TARJADA.pdf>. Acesso em: 6 jul. 2023.

BRASIL. Poder Judiciário. Ministério Público Federal. Procuradoria Regional da República da 5ª. Região. Pleno. **Inquérito Policial nº 0096/2018 – SR/PF/PE – Operação Abismo**. Autuação no TRF5 nº 0000294-46.2018.4.05.0000 (INQ3633-PE). Indiciados: Luiz Cabral de Oliveira Filho e outros. Relator: Des. Edilson Pereira Nobre Júnior, Recife, 26 nov. 2018b. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/blogs/blog/wp-content/uploads/sites/41/2018/12/DENUNCIA-LULA-CABRAL-compressed.pdf>. Acesso em: 6 jul. 2023.

BRASIL. Poder Judiciário. Ministério Público Federal. Procuradoria da República no Distrito Federal. **Autos nº 49077-70.2015.4.01.3400 (Inquérito 194/2012)**. Brasília, 28 jun. 2016c. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/blogs/blog/wp-content/uploads/sites/41/2016/11/denunciamicueias.pdf>. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Poder Judiciário. Seção Judiciária do Distrito Federal. **Decisão nº 09, de 2017**. Processo nº 37559-15.2017.4,01.3400. Classe: 15.202 – Medida Cautelar. Brasília, 2017e. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/blogs/blog/wp-content/uploads/sites/41/2018/02/DECIS%C3%83O-06.11.2017.pdf>. Acesso em: 12 set. 2023.

BRASIL. Poder Judiciário. Superior Tribunal de Justiça. 5ª. Turma. **Habeas Corpus 38.385 Rio Grande do Sul**. Processual Penal. Habeas Corpus. Tratamento de Ação Penal. Gestão fraudulenta. Crime de mera conduta. Presença de suficientes indícios de materialidade e autoria relativa aos fatos narrados na peça acusatória. Ordem denegada. Relator: Min. Min. Arnaldo Esteves Lima. Diário da Justiça, Brasília, 21 mar. 2005.

BRASIL. Poder Judiciário. Supremo Tribunal Federal. **Vigésimo Sexto Agravo Regimental na Ação Penal 470 Minas Gerais**. Ação Penal originária perante o Supremo Tribunal Federal. Cabimento de embargos infringentes quando haja quatro votos favoráveis à absolvição. Relator: Min. Joaquim Barbosa, Brasília, 18 de setembro de 2013b. Disponível em:

<https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=5276407>.
Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Presidência da República. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, 1988.
Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm.
Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Presidência da República. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940**. Código Penal. Rio de Janeiro, 1940. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848compilado.htm. Acesso em: 7 out. 2022.

BRASIL. Presidência da República. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Leis nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 1976a. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Presidência da República. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976b. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Presidência da República. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986**. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências. Brasília, 1986. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7492.htm. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Presidência da República. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998**. Dispõe sobre os crimes de "lavagem" ou ocultação de bens, direitos e valores; a prevenção da utilização do sistema financeiro para os ilícitos previstos nesta Lei; cria o Conselho de Controle de Atividades Financeiras – COAF, e dá outras providências. Brasília, 1998a. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9613.htm. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Presidência da República. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 9.717, de 27 de novembro de 1998**. Dispõe sobre regras gerais para a organização e o funcionamento dos regimes próprios de previdência social dos servidores públicos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, dos militares dos Estados e do Distrito Federal e dá outras providências. Brasília, 1998b. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9717.htm#:~:text=LEI%20N%C2%BA%209.717%2C%20DE%2027%20DE%20NOVEMBRO%20DE%201998.&text=Disp%C3%B5e%20sobre%20regras%20gerais%20para,Federal%20e%20d%C3%A1%20outras%20provid%C3%AAs. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Presidência da República. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 2001. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm#:~:text=LEI%20No%2010.303%2C%20DE%2031%20DE%20OUTUBRO%20DE%202001.&text=Altera%20e%20acrescenta%20dispositivos%20na,a%20Comiss%C3%A3o%20de%20Valores%20Mobili%C3%A1rios. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Presidência da República. Secretaria-Geral. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 12.850, de 2 de agosto de 2013**. Define organização criminosa e dispõe sobre a investigação criminal, os meios de obtenção da prova, infrações penais correlatas e o procedimento criminal; altera o Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940 (Código Penal); revoga a Lei nº 9.034, de 3 de maio de 1995; e dá outras providências. Brasília, 2013c. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/l12850.htm. Acesso em: 4 out. 2023.

BRASIL. Presidência da República. Secretaria-Geral. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 13.846, de 18 de junho de 2019**. Institui o Programa Especial para Análise de Benefícios com Indícios de Irregularidade, o Programa de Revisão de Benefícios por Incapacidade, o Bônus de Desempenho Institucional por Análise de Benefícios com Indícios de Irregularidade do Monitoramento Operacional de Benefícios e o Bônus de Desempenho Institucional por Perícia Médica em Benefícios por Incapacidade; altera as Leis nos 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 7.783, de 28 de junho de 1989, 8.112, de 11 de dezembro de 1990, 8.212, de 24 de julho de 1991, 8.213, de 24 de julho de 1991, 8.742, de 7 de dezembro de 1993, 9.620, de 2 de abril de 1998, 9.717, de 27 de novembro de 1998, 9.796, de 5 de maio de 1999, 10.855, de 1º de abril de 2004, 10.876, de 2 de junho de 2004, 10.887, de 18 de junho de 2004, 11.481, de 31 de maio de 2007, e 11.907, de 2 de fevereiro de 2009; e revoga dispositivo da Lei nº 10.666, de 8 de maio de 2003, e a Lei nº 11.720, de 20 de junho de 2008. Brasília, 2019b. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13846.htm. Acesso em: 4 out. 2022.

BRASIL. Serviço Público Federal. Ministério da Justiça. Polícia Federal. Superintendência Regional do Estado de São Paulo. Delegacia de Repressão à Corrupção e Crimes Financeiros. **Relatório parcial e representação por Medidas Cautelares de Investigação**: Inquérito Policial nº 004/2017-11 DELECOR/SR/PF/SP: distribuição por dependência ao processo n. 00252-69.2017.403.6181 – 6ª Vara Criminal – Seção Judiciária em São Paulo/SP. São Paulo, 22 nov. 2017f. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/dl/relatorio-pf-fraude-fundo-pensao.pdf>. Acesso em: 6 jul. 2023.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3). **Títulos privados**: debêntures. [São Paulo], [s. d.]. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/debentures.htm#:~:text=A%20deb%C3%AAnture%20%C3%A9%20um%20t%C3%ADtulo,o%20valor%20investido%20\(principal\)](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/debentures.htm#:~:text=A%20deb%C3%AAnture%20%C3%A9%20um%20t%C3%ADtulo,o%20valor%20investido%20(principal)). Acesso em: 12 jul. 2023.

CARVALHO FILHO, José dos Santos. **Manual de Direito Administrativo**. 34. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Atlas, 2020. 1364 p.

CENDROWSKI, Harry; PETRO, Louis W.; MARTIN, James P.; WADECKI, Adam A. **Private equity**: history, governance, and operations. 2. ed. New Jersey: John Wiley & Sons Inc., 2012. 499 p.

COPELAND, Thomas E.; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack; HASTINGS, Allan Vidigal; HASTINGS, David Felipe. **Avaliação de empresas – Valuation**: calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2006.

ESPAÇO VITAL. Condenação de dois empresários gaúchos por crimes contra o sistema financeiro. **Jusbrasil**, [s. l.], 2019. Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/noticias/condenacao-de-dois-empresarios-gauchos-por-crimes-contra-o-sistema-financeiro/758855691>. Acesso em: 6 jul. 2023.

DAMODARAN, Aswath. **Investment valuation**: tools and techniques for determining the value of any asset. 3. ed. New Jersey: Wiley, 2012. 992 p.

FINANCIADORA DE ESTUDOS E PROJETOS (FINEP). **Seleção de gestor para o FIP FINEP Startup**. Rio de Janeiro, 2023. Disponível em: <http://www.finep.gov.br/chamadas-publicas/chamadapublica/714>. Acesso em: 4 out. 2022.

GONÇALVES, Álvaro L. Criação de valor em Private Equity. In: NESE, Arlete de Araújo S.; GIAMBIAGI, F. (Orgs.). **Private Equity e Venture Capital no Brasil**: governança, criação de valor e alternativas em investimentos ilíquidos. Prefácio: Elaine Lustosa. São Paulo: Lux, 2022. p. 143-156. 272 p.

GORGES, Milena Holz. A teoria da cegueira deliberada e sua (in)utilidade prática no Direito Penal brasileiro. **Migalhas**, [s. l.], 12 jul. 2021. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/informacao-privilegiada/348354/a-teoria-da-cegueira-deliberada--direito-penal-brasileiro>. Acesso em: 12 set. 2023.

GUERRA, Pedro Eugenio van Tol Amaral. **Valuation – Métodos de avaliação de empresas e aplicabilidade em processos de fusão e aquisição**. 2016. Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas) – Departamento de Economia e Relações Internacionais, Centro Sócio-Econômico, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2016. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/xmlui/bitstream/handle/123456789/174335/Monografia%20do%20Pedro%20Guerra.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 4 out. 2022.

GUSHIKEN, Luiz; FERRARI, Augusto Tadeu; FREITAS, Wanderley José de; GOMES, José Valdir; OLIVEIRA, Raul Miguel Freitas de. (Cols). **Regime Próprio de Previdência dos Servidores**: como Implementar? Uma Visão Prática e Teórica: volume 17. Ministério da Previdência Social. Brasília: MPAS, 2002. 357 p. (Coleção Previdência Social). (Série Estudos).

IBRI, Miguel Unger. Medidas de desempenho em Private Equity e Venture Capital. In: NESE, Arlete de Araújo S.; GIAMBIAGI, F. (Orgs.). **Private Equity e Venture Capital no Brasil: governança, criação de valor e alternativas em investimentos ilíquidos**. Prefácio: Elaine Lustosa. São Paulo: Lux, 2022. p. 224-239. 272 p.

INSTITUTO DE PREVIDÊNCIA SOCIAL DOS SERVIDORES DO MUNICÍPIO DE CABO DE SANTO AGOSTINHO (CABOPREV). CABOPREV divulga nota oficial sobre o caso dos R\$ 92 milhões. **CABOPREV**, Cabo de Santo Agostinho, PE, 15 abr. 2021. Disponível em: <https://caboprev.pe.gov.br/2021/04/15/noticias/caboprev-divulga-nota-oficial-sobre-o-caso-dos-r-92-milhoes>. Acesso em: 6 jul. 2023.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>. Acesso em: 4 out. 2022.

JOSÉ, Conrado Ramos. **Gestão de recursos nos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) dos municípios do Estado de Santa Catarina**. 2017. Monografia (Bacharelado em Ciências Contábeis) – Departamento de Ciências Contábeis, Centro Sócio Econômico, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2017.

JUÍZA condena ex-dirigentes do Postalís e da Petros por desvios na compra de debêntures. **Agência Estado**, [s. l.], 6 maio 2023. Disponível em: <https://focus.jor.br/juiza-condena-ex-dirigentes-do-postalis-e-da-petros-por-desvios-na-compra-de-debentures/>. Acesso em: 12 jul. 2023.

KAHNEMAN, Daniel. **Rápido e devagar: duas formas de pensar**. Tradução: Cássio de Arantes Leite. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012.

LERNER, Josh; LEAMON, Ann.; HARDYMON, Felda. **Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship**. New Jersey: Wiley, 2012. 464 p.

LOPES, Alexandro Broedel; FURTADO, Cláudio Vilar. Private Equity na carteira de investimentos das entidades de previdência privada. **R. Cont. Fin.**, USP, São Paulo, p. 108-126, dez. 2006. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13481/alexsandro_claudio_pg108a126.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 4 out. 2022.

LOUZANO, João Paulo de Oliveira; TAVARES, Bruno; MARTINS, Fabrícia Júnia de Oliveira; COSTA, Thiago de Melo Teixeira da. Accountability no Regime Próprio de Previdência dos servidores municipais de diferentes estruturas institucionais. **Cadernos Gestão Pública e Cidadania**, São Paulo, v. 24, n. 77, p. 1-20, 2019. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/cgpc/article/view/75891/74684>. Acesso em: 4 out. 2022.

MEDEIROS, Luiz Carlos Barbosa. **Metodologia de seleção de fundos de Private Equity utilizando o método multicritério TOPSIS: um estudo para a FAPES**. 2014. 107 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração) – Programa de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração e Economia, Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Rio de Janeiro, 2014. Disponível em: http://s3.amazonaws.com/public-cdn.ibmec.br/portalibmec-content/public/arquivos/df/dis_2014_09_-_luiz_carlos_barbosa_medeiros.pdf. Acesso em: 4 out. 2022.

MINARDI, Andrea Maria Accioly Fonseca; GONÇALVES, Adalto Barbacea. Avaliação de investimentos ilíquidos. In: NESE, Arlete de Araújo S.; GIAMBIAGI, F. (Orgs.). **Private Equity e Venture Capital no Brasil: governança, criação de valor e alternativas em investimentos ilíquidos**. Prefácio: Elaine Lustosa. São Paulo: Lux, 2022. p. 209-223. 272 p.

MINARDI, Piero. Diferentes estratégias de saída. In: NESE, Arlete de Araújo S.; GIAMBIAGI, F. (Orgs.). **Private Equity e Venture Capital no Brasil: governança, criação de valor e alternativas em investimentos ilíquidos**. Prefácio: Elaine Lustosa. São Paulo: Lux, 2022. p. 240-250. 272 p.

NESE, Arlete de Araújo Silva; MINARDI, Andrea Maria Accioly Fonseca. Introdução aos investimentos de Private Equity e Venture Capital. In: NESE, Arlete de Araújo S.; GIAMBIAGI, F. (Orgs.). **Private Equity e Venture Capital no Brasil: governança, criação de valor e alternativas em investimentos ilíquidos**. Prefácio: Elaine Lustosa. São Paulo: Lux, 2022. p. 37-51. 272 p.

NEWTON TEAM. Como o conceito de J-Curve pode ajudar a analisar empresas tech? **Newton Fund**, [s. l.], 7 jul. 2021. Disponível em: <https://www.newtonfund.com.br/post/como-o-conceito-de-j-curve-pode-ajudar-a-analisar-empresas-tech>. Acesso em: 4 out. 2022.

NORONHA NETO, Francisco; A devida diligência dos administradores de entidades fechadas de previdência complementar. In: Congresso Nacional CONPEDI/UNINOVE, São Paulo, 16 nov. 2013. **Anais...** São Paulo, 2013. Disponível em: <http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=e40bd8dcd68f3194>. Acesso em: 4 out. 2022.

OLIVEIRA, Leonardo Henrique Mundim Moraes. Crimes de gestão fraudulenta e gestão temerária em instituição financeira. **Revista de Informação Legislativa**, [Brasília], v. 36, n. 143, p. 47-51, jul./set. 1999.

OLIVEIRA, Thamires; COUTINHO, Khaterine. Operação em 6 estados e no DF investiga desvio de R\$ 90 milhões de fundo previdenciário e prende prefeito no Grande Recife. **G1 PE**, [s. l.], 19 out. 2018. Disponível em: <https://g1.globo.com/pe/pernambuco/noticia/2018/10/19/policia-federal-desencadeia-operacao-abismo.ghtml>. Acesso em: 6 jul. 2023.

PAULA, Áureo Natal de. **Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e o mercado de capitais**: comentários à Lei 7.492/86 e aos artigos incluídos pela Lei 10.303/01 à Lei 6.385/76: doutrina e jurisprudência. 6. ed. rev. e atual. Curitiba: Juruá, 2012. 464 p.

PEREIRA, Caio Agib Fernandes. **A responsabilidade do gestor de Fundo de Investimentos**. 2019. Monografia (Bacharelado em Direito) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019. Disponível em: <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/45726/45726.PDF>. Acesso em: 4 out. 2022.

PF realiza nova fase de operação que investiga fraude em instituto de previdência no Grande Recife. **G1 PE**, [s. l.], 31 out. 2018. Disponível em: <https://g1.globo.com/pe/pernambuco/noticia/2018/10/31/policia-federal-realiza-nova-fase-da-operacao-abismo.ghtml>. Acesso em: 6 jul. 2023.

PIMENTEL, Manoel Pedro. **Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional**: comentários à Lei 7.492, de 16.6.86. Prefácio: Miguel Reale Júnior. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2020. 252 p.

POLÍCIA Federal faz operação contra fraudes em Previdência Municipais em 7 Estados. **G1 SP**, [s. l.], 12 abr. 2018. Disponível em: <https://g1.globo.com/sp/sao-paulo/noticia/policia-federal-faz-operacao-contras-fraudes-em-previdencias-municipais-em-7-estados.ghtml>. Acesso em: 6 jul. 2023.

PRADO, Leonardo Santos. **Os impactos da diversificação no risco de investimentos em Private Equity**. 2020. 32 f. Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas) – Faculdade de Economia, Administração e Engenharias, Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2020.

RAMBO, Andrea Carneiro. **O perfil do investidor e melhores investimentos**: da teoria à prática do mercado brasileiro. 2014. Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2014. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/123812/Monografia%20da%20Andrea%20Rambo.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 4 out. 2022.

RAMOS, Dave. Pentágono da Fraude: a geometria do suborno e corrupção. **Fábrica de Qualidade**, [s. l.], 6 jul. 2021. Disponível em: <https://fabricadequalidade.com.br/pentagono-da-fraude-suborno-corrupcao/>. Acesso em: 4 out. 2022.

RIOTTO, Bruna. Private Equity como parte da carteira de investidores institucionais. In: NESE, Arlete de Araújo S.; GIAMBIAGI, F. (Orgs.). **Private Equity e Venture Capital no Brasil**: governança, criação de valor e alternativas em investimentos ilícitos. Prefácio: Elaine Lustosa. São Paulo: Lux, 2022. p. 52-66. 272 p.

RUIZ, Michel. **Fraude e gestão temerária em fundos de pensão**: análise do impacto financeiro sofrido pelo Postalís. 2020. 72 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/29503/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Michel%20Ruiz.pdf>. Acesso em: 4 out. 2022.

SANDOVAL, Daniel Boueres. **Um estudo sobre julgamento e escolhas**: vieses e heurísticas no processo de decisão dos Regimes Próprios de Previdência Social. 2016. 78 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/16947/DISSERTAC%cc%a7A%cc%83O_VERSA%cc%83O_FINAL_FORMATADA.pdf?sequence=3&isAllo wed=y. Acesso em: 4 out. 2022.

SANTOS, Estela Sucasas dos. **Fundo de Investimento em Participações – FIP como instrumento de estímulo à inovação**. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) – Programa de Pós-Graduação, Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2019.

SANTOS, Renato de Almeida dos. **Modelo preditivo de fraude ocupacional nas organizações privadas**. 2016. Tese (Doutorado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2016.

SARAIVA FILHO, Rômulo Pedrosa. **A vulnerabilidade dos ativos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar nos casos de Fundos de Investimentos em Participações sobreprecificado e suas consequências jurídicas**. 2020. 346 p. Dissertação (Mestrado em Direito Previdenciário) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2020.

SERRA, Ricardo Goulart; WICKERT, Michael. **Valuation**: guia fundamental e modelagem em Excel. São Paulo: Atlas, 2019. 336 p.

SILVA, De Plácido e. **Vocabulário jurídico**. 31. ed. de acordo com a nova reforma ortográfica da língua portuguesa. Atualizadores: Nagib Slaibi Filho e Priscila Pereira Vasques Gomes. Rio de Janeiro: Forense, 2014. 1506 p.

SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Décio; AZEVEDO, Paulo Furquim de. Economia dos contratos. ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel (Orgs.). **Direito & Economia**: análise econômica do Direito e das organizações. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 122-136.

TCU vê desequilíbrios em regimes de previdência de servidores de estados, DF e municípios. **SECOM TCU**, Brasília, 30 maio 2016. Disponível em: [https://portal.tcu.gov.br/imprensa/noticias/tcu-ve-desequilíbrios-em-regimes-de-previdencia-de-servidores-de-estados-df-e-municipios.htm#:~:text=Estimativa%20de%20d%C3%A9ficit%20da%20previd%C3%A4ncia,\(RPPS\)%20dos%20entes%20federativos](https://portal.tcu.gov.br/imprensa/noticias/tcu-ve-desequilíbrios-em-regimes-de-previdencia-de-servidores-de-estados-df-e-municipios.htm#:~:text=Estimativa%20de%20d%C3%A9ficit%20da%20previd%C3%A4ncia,(RPPS)%20dos%20entes%20federativos). Acesso em: 4 out. 2022.

TEMPORIN, Ana Paula Alexandre. **Governança corporativa na relação entre fundos de Private Equity e empresas investidas**. 2016. 118 f. Monografia (Especialização em Direito Societário e Direito do Mercado Financeiro e de Capitais) – Programas de LLM – Direito Societário e LLM – Direito do Mercado Financeiro e de Capitais, INSPER, São Paulo, 2016. Disponível em: https://repositorio.insper.edu.br/bitstream/11224/1788/4/Ana%20Paula%20Alexandre%20Temporin_Trabalho.pdf. Acesso em: 4 out. 2022.

THALER, Richard H.; SUNSTEIN, Cass R. **Nudge**: improving decisions about health, wealth and happiness. [S. l.]: Penguin Books, 2009. 320 p.

TORRES, Wesley Rodrigues. **A relação entre Fundos de Investimento em Participação e a governança das companhias abertas investidas**. 2020. 52 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Faculdade Nacional de Direito, Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2020.

ZANETTI, Adriana Freisleben de. **Gestão temerária de Fundos de Pensão**. 2017. Dissertação (Mestrado em Direito Previdenciário) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2017.