

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas
Departamento de Economia
Programa de Pós-Graduação em Economia – PPGECO-MESTRADO

RODRIGO ARAUJO DO CARMO

**VESTÍGIOS MOVEDIÇOS: REFLEXÕES SOBRE OS IMPACTOS DA
FINANCEIRIZAÇÃO SOBRE A PRODUÇÃO DA PROVA MATERIAL**

Brasília/DF
2023

RODRIGO ARAUJO DO CARMO

**VESTÍGIOS MOVEDIÇOS: REFLEXÕES SOBRE OS IMPACTOS DA
FINANCEIRIZAÇÃO SOBRE A PRODUÇÃO DA PROVA MATERIAL**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-graduação em Economia da Universidade de Brasília, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Júlio César Costa Pinto

Brasília/DF
2023

AC287v

Araujo do Carmo, Rodrigo

VESTÍGIOS MOVEDIÇOS: REFLEXÕES SOBRE OS IMPACTOS DA
FINANCEIRIZAÇÃO SOBRE A PRODUÇÃO DA PROVA MATERIAL /
Rodrigo Araujo do Carmo; orientador José Guilherme de Lara
Resende; co-orientador Júlio Cesar Costa Pinto. -- Brasília,
2023.

128 p.

Dissertação (Mestrado em Economia) -- Universidade de
Brasília, 2023.

1. PERÍCIA CRIMINAL. 2. FINANCEIRIZAÇÃO. 3. CRIMES
FINANCEIROS. 4. PROVA MATERIAL. 5. FRAUDES. I. de Lara
Resende, José Guilherme, orient. II. Costa Pinto, Júlio
Cesar, co-orient. III. Título.

RODRIGO ARAUJO DO CARMO

**VESTÍGIOS MOVEDIÇOS: REFLEXÕES SOBRE OS IMPACTOS DA
FINANCEIRIZAÇÃO SOBRE A PRODUÇÃO DA PROVA MATERIAL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade de Brasília (PPGECO-UnB) como requisito à obtenção do título de Mestre em Economia.

Comissão Examinadora:

Prof. Dr. José Guilherme de Lara Resende
PPGECO/UnB (Orientador)

Prof. Dr. Júlio Cesar Costa Pinto
BCB (Co-Orientador)

Prof. Dra. Mariana Neubern de Souza Almeida
CGPP/INSPER (Membro Externo)

Prof. Dr. Manoel Galdino Pereira Neto
Dpto. Ciências Políticas/FFLCH/USP (Membro Externo)

BRASÍLIA/DF
2023

A João Pedro, Laís, Arthur e Leonardo – que eu venha a escrever o que gostem de ler.

AGRADECIMENTOS

Aos meus amados pai e irmão. Às minhas amadas mãe e irmã. Companhias de sempre, desde sempre e pra sempre.

À Tânia, pela Laís e por tudo mais.

À Iara, pelo João e por tudo mais.

À família inteirinha. À banda materna e à banda paterna.

Ao Prof. José Guilherme, pelos cursos ministrados, em nome do qual agradeço aos demais bons professores que tivemos na UnB.

Ao Prof. Júlio, pela generosidade ao longo de todo processo de orientação. Pelo excelente curso que ministrou.

Ao Prof. Manoel e à Prof. Mariana, que há anos me inspiram e cujas trajetórias intelectuais procuro acompanhar com interesse e admiração.

Ao companheiro Marcel pelo apoio interessado e valioso para confecção desta dissertação.

Aos meus colegas, peritos Nobre, Bernard e Vítor, cujos brilhantes trabalhos utilizei como matéria-prima.

Às Professoras Ana Carolina e Marina, maiores responsáveis pelos finais felizes neste programa de mestrado, em nome das quais registro meu apreço pela UnB e pelas universidades públicas do Brasil.

RESUMO

Há certos crimes financeiros cujas apurações apresentam especial dificuldade. São aqueles cometidos por meio de ativos cuja precificação não pode ser realizada com uma pesquisa de preços num mercado concorrencial de bens homogêneos, nem por outras técnicas convencionais desenvolvidas para lidar com bens não homogêneos. Seu cometimento se dá em ambiente financeirizado ou depende da financeirização da economia para ser perpetrado. Neste trabalho, procuro circunscrevê-los, diferenciando-os de outros crimes do gênero, além de explorar as características que têm os seus vestígios e as particularidades metodológicas que eles demandam para serem examinados. Por fim, busco organizar mais claramente o debate acerca da especificidade da produção da prova pericial neste contexto. O esforço diagnóstico nos é vital, mas após realizá-lo, é relevante empreender um exercício exploratório mirando os aperfeiçoamentos desejáveis para prover maior efetividade da persecução penal ancorada na prova pericial.

Antes, porém, foi necessário tratar do processo histórico que conduziu à financeirização do sistema econômico a fim de se obter a compreensão da centralidade do setor financeiro para a continuidade e operacionalização corriqueira do ciclo de valorização do capital. Só assim pudemos sublinhar os limites de ímpetus regulatórios que, embora possam aprimorar a detecção e combate a fraudes, devem favorecer o caráter fluido e movediço da valoração destes ativos com vistas a manter a funcionalidade das transações consideradas lícitas pelo atual ordenamento jurídico.

Palavras-Chave: PERÍCIA CRIMINAL – FINANCEIRIZAÇÃO - MATERIALIDADE – ATIVOS FINANCEIROS – FRAUDES – CRIMES FINANCEIROS - PROVA.

ABSTRACT

There are certain financial crimes whose investigation is particularly difficult. These are crimes committed by means of assets whose price cannot be determined through surveys in a competitive market of homogeneous goods, nor by other conventional techniques developed to deal with non-homogeneous goods. Their commission occurs in a financialized environment or depends on the financialization of the economy to be perpetrated. In this work, I aim to define and differentiate them from other similar crimes, as well as explore the characteristics of their traces and the methodological peculiarities required for their examination. Finally, I seek to organize more clearly the debate about the specificity of producing forensic evidence in this context. The diagnostic effort is crucial, but after conducting it, it is relevant to undertake an exploratory exercise focusing on the desirable improvements to provide greater effectiveness in criminal prosecution based on forensic evidence.

However, before that, it was necessary to address the historical process that led to the financialization of the economic system in order to understand the centrality of the financial sector for the continuity and routine operation of the capital valorization cycle. Only then we could emphasize the limits of regulatory impulses that, although they can improve the detection and combat of fraud, at the same time, is impelled to favor the fluid and volatile nature of the valuation of these assets in order to maintain the functionality of transactions considered lawful under the current legal framework.

Keywords: FORENSIC SCIENCE – FINANCIALIZATION – MATERIAL EVIDENCE – FINANCIAL ASSETS – FRAUDS – FINANCIAL CRIMES – CRIMINAL EVIDENCE.

ÍNDICE DE ABREVIACÕES E SIGLAS:

B3 - Bolsa de Valores e de Futuros de São Paulo

BACEN - Banco Central do Brasil

BC - Banco Central do Brasil

BDR - Brazilian Depositary Receipt

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo

CCB - Cédula de Crédito Bancário

COAF - Conselho de Controle de Atividades Financeiras

CPP - Código de Processo Penal Brasileiro

CVM - Comissão de Valores Imobiliários

EBITDA - Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

EUA - Estados Unidos da América

FED - Banco Central dos EUA

FGC - Fundo Garantidor de Crédito

FIP - Fundos de Investimentos em Participações

FMI - Fundo Monetário Internacional

GATT - General Agreement on Tariffs and Trade

GDP - Gross Domestic Product

IDE - Investimento Direto no Exterior

IDP - Investimento Direto no País

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

OMC - Organização Mundial do Comércio

P&D - Pesquisa e Desenvolvimento

PF - Polícia Federal do Brasil

PGBL - Plano Gerador de Benefício Livre

PIB - Produto Interno Bruto

PL - Patrimônio Líquido

RID - Relatório de Investimentos Diretos do Banco Central

ROA - Return on Asset

ROE - Return on Equity

RPPS - Regime Próprio da Previdência Social

SRFB - Secretaria da Receita Federal do Brasil

TCU - Tribunal de Contas da União

VGBL - Vida Gerador de Benefício Livre

ÍNDICE DE FIGURAS:

| | | |
|-------------|--|-------|
| Figura 1-3: | DISTRIBUIÇÃO DO PRODUTO NACIONAL ENTRE TRÊS SETORES PRINCIPAIS (KUZNETS, 1983) | 28-30 |
| Figura 4: | PARTICIPAÇÃO SETORIAL DO EMPREGO E VALOR ADICIONADO (VAN NEUSS, 2018) | 34 |
| Figura 5: | INDICADORES ECONÔMICOS SÉC. XX (ALMEIDA, 2016) | 42 |
| Figura 6: | COMPONENTES DO BALANÇO PATRIMONIAL GLOBAL (MCKINSEY, 2021) | 55 |
| Figura 7: | SÉRIE TEMPORAL: ATIVOS GLOBAIS COMO MÚLTIPLO DO PIB (MCKINSEY, 2021) | 56 |
| Figura 8: | MUDANÇAS DE PREÇOS DOS ATIVOS REAIS (MCKINSEY, 2021) | 57 |
| Figura 9: | MUDANÇAS DE PREÇOS DOS ATIVOS REAIS (EUA) (MCKINSEY, 2021) | 58 |
| Figura 10: | VALORIZAÇÃO DOS ATIVOS REAIS POR TIPO (MCKINSEY, 2021) | 59 |
| Figura 11: | POSIÇÃO DO IDP NO BRASIL (RID - BACEN, 2022) | 67 |
| Figura 12: | POSIÇÃO DO IDE DO BRASIL (RID - BACEN, 2022) | 68 |
| Figura 13: | INTERMEDIÁRIOS X CONTROLADORES FINAIS DO IDP NO BRASIL (RID - BACEN, 2022) | 69 |
| Figura 14: | DISTRIBUIÇÃO REGIONAL DO IDE BRASILEIRO (RID - BACEN, 2022) | 70 |
| Figura 15: | DISTRIBUIÇÃO POR SETOR DO IDP NO BRASIL (RID - BACEN, 2022) | 71 |
| Figura 16: | DISTRIBUIÇÃO POR SETOR DO IDE DO BRASIL (RID - BACEN, 2022) | 72 |
| Figura 17: | COMPOSIÇÃO DO CAPITAL DA TURNING (CASO 1) | 90 |
| Figura 18: | COMPOSIÇÃO SOCIETÁRIA DA TURNING (CASO 1) | 91 |
| Figura 19: | DIAGRAMA GRUPO S. BESTÊ (CASO 2) | 101 |
| Figura 20: | HISTÓRICO DE VENDAS DE AÇÕES DA CONTROLADA PELA PB (CASO 3) | 108 |

SUMÁRIO

| | | |
|-------|---|-----|
| 1. | PARTE 1 | 13 |
| 1.1. | INTRODUÇÃO | 13 |
| 1.2. | PLANO METODOLÓGICO | 13 |
| 1.3. | HISTÓRIA | 15 |
| 1.4. | CAPITALISMO COMERCIAL? | 16 |
| 1.5. | CAPITALISMO INDUSTRIAL | 21 |
| 1.6. | A FACE ETÉREA | 32 |
| 1.7. | A FINANCEIRIZAÇÃO DO CAPITAL | 36 |
| 1.8. | FIM DO PADRÃO OURO-DÓLAR (1971) | 43 |
| 1.9. | CHOQUES DO PETRÓLEO (1973 E 1979) | 45 |
| 1.10. | AUMENTO DOS JUROS AMERICANOS (1979) | 48 |
| 1.11. | SECURITIZAÇÃO | 49 |
| 1.12. | O CASO ESPECIAL DOS REGIMES PREVIDENCIÁRIOS | 52 |
| 1.13. | ILUSTRAÇÃO: DADOS SOBRE TELA | 53 |
| 1.14. | VERSÃO BRASILEIRA | 63 |
| 1.15. | CONCLUSÃO | 72 |
| 2. | PARTE 2 | 75 |
| 2.1. | MODA ANTIGA | 75 |
| 2.2. | DIGRESSÃO SOBRE A PROVA | 77 |
| 2.3. | A PROVA PERICIAL | 82 |
| 2.4. | O VESTÍGIO NO ÂMBITO DOS CRIMES FINANCEIROS | 87 |
| 2.5. | CERTOS CRIMES FINANCEIROS | 89 |
| 2.6. | CASO 1 | 89 |
| 2.7. | DISCUSSÃO DO CASO 1 | 95 |
| 2.8. | CASO 2 | 100 |
| 2.9. | DISCUSSÃO DO CASO 2 | 104 |
| 2.10. | CASO 3 | 105 |
| 2.11. | DISCUSSÃO DO CASO 3 | 107 |
| 2.12. | FIM DE CASOS | 114 |
| 3. | DISCUSSÃO FINAL | 116 |
| 4. | REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 126 |

1. PARTE 1

1.1. INTRODUÇÃO

As formas de reprodução material que suportam e viabilizam a continuação da vida humana vêm se modificando ao longo dos milênios. Essas modificações proveram terrenos a serem explorados por diversos campos do conhecimento: a biologia, antropologia, sociologia, nutrição, história, arqueologia, geografia, etc. A economia política, posteriormente rebatizada apenas como economia, não obstante tenha raízes (inclusive etimológicas) na antiguidade clássica europeia, se emancipou como área de conhecimento já sob o modo capitalista de produção, por volta do século XVIII¹. Portanto, ainda que admita estudos comparativos entre civilizações dispersas espacial e temporalmente, quando a centenária ciência econômica se debruça sobre seus temas mais centrais - a produção, circulação e apropriação das bases materiais que subjazem a sobrevivência humana - o faz mirando primordialmente como se dão sob o modo capitalista. Essa circunscrição pode parecer vantajosa, mas o fato é que, mesmo sob o gládio do capitalismo, os objetos sobre os quais a ciência econômica se edifica são polimorfos e mutantes. Nas próximas seções, tratarei de algumas transformações infraestruturais e superestruturais históricas do sistema e como elas estão vinculadas aos deslocamentos dos assim chamados setores dinâmicos da economia.

1.2. PLANO METODOLÓGICO

Este não será propriamente um trecho de história econômica. Evidentemente não desejo descrever minúcias dos períodos históricos aqui tratados, tampouco sintetizar em apenas poucas páginas o que os historiadores econômicos costumam relatar em volumosíssimos tratados. É exatamente o fato destas obras estarem robustamente escritas que nos permitirá pinçar-lhes trechos de interesse para procurar fundamentar o aspecto essencial da tese que buscarei realçar: a de que, em sua fase atual, o capitalismo transferiu ao setor financeiro muito mais relevância do

¹ A este respeito, consulte-se a superior reflexão contida em "A pré-história da economia - De Maquiavel a Adam Smith" Bianchi (1988).

que em momentos históricos precedentes. Esta maior centralidade do setor financeiro decorre do próprio desenvolvimento estrutural do sistema e é acompanhada por elementos regulatórios, legislativos, repressivos, de supervisão, etc. A relevância e centralidade que menciono refere-se exatamente ao papel desse setor na organização do sistema produtivo, de circulação e apropriação de mercadorias e fluxos financeiros - as duas categorias que abarcam a quase totalidade dos recursos materiais essenciais à subsistência humana que existem².

Claramente, esta tese tampouco goza de originalidade. A financeirização do capitalismo é um fenômeno detectado e descrito por diversos autores, cujas obras procurarei citar largamente a fim de poupar-me o esforço para desenvolvimento e demonstração do que já está vastamente desenvolvido e demonstrado. Portanto, a falta de originalidade nos será, antes de tudo, uma virtude.

Ademais, não procurarei argumentar em favor (nem contrariamente) do caráter amplo, geral e irrestrito desta tese. Não é necessário, para os propósitos deste trabalho, que o deslocamento do centro dinâmico da economia em direção ao setor financeiro seja observado em qualquer país, sob as mesmas condições superestruturais e de sofisticação dos sistemas financeiros nacionais. Bastará, para as discussões futuras deste trabalho, que as características gerais desta financeirização sejam observadas em diversas economias nacionais, muito particularmente na economia brasileira, mas também nas mais abastadas economias do planeta, de maneira que se comprove alguma sinergia transnacional no funcionamento do sistema e com relação aos fluxos de recursos e fatores de produção. Para reconstruir este percurso, recorrerei, em alguns momentos, a recursos explanatórios que remetem a acontecimentos concretos e poderão servir-nos ora para anotar um câmbio tão vultoso que implique em modificações sistêmicas (mesmo que com consequências díspares em cada parte) ora a fim de tratar de um fenômeno específico que, ainda que, isoladamente, não signifique a comprovação do movimento geral, ao

² Nem todos os recursos materiais úteis ganham a forma de mercadoria (ou de fluxo financeiro). Portanto não estão submetidos à lógica de produção, precificação, circulação e acumulação que regem os mercados. O oxigênio que se respira é um exemplo emblemático. Embora vital, não é apropriado, fabricado e comercializado. Já outro recurso natural de centralidade comparável - a água - parece ter tratamento mundo afora que mais a aproxima da forma mercadoria. O mercado de créditos de carbono, de compensação de danos ambientais, etc., são artificios que permitem avançar na mercantilização de itens como a biodiversidade e das externalidades do processo produtivo. Portanto o processo de mercantilização é histórico e mutável.

menos pertença a um gênero de fenômenos que se entenda espalhados, configurando-se assim uma ilustração do todo.

Esta segunda forma de utilizar exemplos concretos (com o fito ilustrativo) apenas poderá ser válida se for convincente a ideia de que o fenômeno descrito guarda características que indiquem consistentemente um movimento mais global. A tática argumentativa, explícito de pronto, será a de enumerar acontecimentos diversos, cuja exploração mais detalhada só poderá ser verificada na bibliografia aqui citada e, ato contínuo, estudar mais detidamente algum desses fatos com características metonímicas que nos permitam tomar o todo pela parte.

1.3. HISTÓRIA

A história brasileira costuma ser tratada como uma sucessão de ciclos econômicos cujo protagonismo é tomado por algum produto: açúcar; ouro; borracha; café. Os acontecimentos históricos seriam uma trama que se desenrolaria ambientada nestes distintos cenários. Estamos, portanto, de certo modo, acostumados a lançar nosso olhar para a economia já considerando uma dinamicidade de percurso. Além disto, é hegemônica³ a interpretação da história colonial brasileira como um apêndice da história europeia, não só tendo início em 1500, como também se destinando a se inserir na economia mundial segundo os interesses metropolitanos, produzindo gêneros primários valorizados no exterior. Por isso é também familiar a participação brasileira na divisão internacional do trabalho e a concepção de que a economia mundial não carrega todas as regiões do globo com isonomia. Por fim, mesmo dentro de uma economia que surgiu e se manteve periférica, sabemos que há espaços para modificações estruturais, ao ponto de verificar a possibilidade da nossa industrialização tardia a partir da década de 1930 - que fez o Brasil figurar entre as maiores e mais complexas economias industriais do planeta ao fim dos anos 1970 - tomar a marcha à ré e desfazer-se em favor de uma reprimarização da matriz econômica.

O sobrevoado do parágrafo anterior nos rememora que, embora a tese central do capítulo possa ser enunciada em termos que possam sugerir certa generalidade e harmonia, a complexidade da

³ A interpretação é proposta por Caio Prado Júnior em *Formação do Brasil Contemporâneo e outros escritos*. A importância do autor e da obra certamente influenciam na formação da visão hegemônica e, por consequência, na elaboração de diretrizes, materiais didáticos, planos de ensino, etc.

economia concreta permite e impõe sinuosidades que extrapolarão minha descrição. E partimos juntos deste pressuposto tácito a fim de me desculparem por não enxertar digressões e senões a cada passo dado.

Assim estaremos mais aptos a focar nosso objeto desde um ponto de vista mais amplo, considerando-o uma continuidade histórica, mas despendendo especial interesse a seu aspecto mutante, a saber: transformações estruturais que afetam o dinamismo do sistema econômico. O farei lançando mão das classificações comuns e consagradas das fases do capitalismo: fase comercial ou mercantilista; industrial ou concorrencial; financeira ou monopolista (ou ainda pós grande indústria). Novamente, sobram controvérsias teóricas neste campo, que procurarei pontuar aqui, evitando que nos quedemos detidos por elas.

1.4. CAPITALISMO COMERCIAL?

A identificação de um capitalismo comercial é algo que suscita celeuma teórica⁴, pois argumenta-se que características fundamentais deste modo de produção não estariam presentes ainda neste período histórico⁵, tal como a relação assalariada de trabalho - cuja experiência concreta, então inédita, dependeria da privação do acesso da classe dos produtores aos meios de produção (instrumentos, insumos, ferramentas, mas, nesta quadra histórica, especialmente, à terra)⁶. Essas seriam pré-condições para que os imperativos de mercado (competição via preço,

⁴ Este debate está longamente estruturado em Wood (2002) - onde os diferentes atores da contenda são devidamente apresentados e confrontados.

⁵ "Even later than the seventeenth century, most of the world, including Europe, was free of market imperatives. A vast system of trade certainly existed, extending across the globe. But nowhere, neither in the great trading centres of Europe nor in the vast commercial networks of the non-European world, was economic activity and production in particular driven by the imperatives of competition and accumulation." (WOOD 2002, p. 77)

⁶ Only in capitalism is the dominant mode of appropriation based on the complete dispossession of direct producers, who (unlike chattel slaves) are legally free and whose surplus labour is appropriated by purely 'economic' means. Because direct producers in a fully developed capitalism are propertyless, and because their only access to the means of production, to the requirements of their own reproduction, even to the means of their own labour, is the sale of their labour-power in exchange for a wage, capitalists can appropriate the workers' surplus labour without direct coercion.

This unique relation between producers and appropriators is, of course, mediated by the 'market'. Markets of various kinds have existed throughout recorded history and no doubt before, as people have exchanged and sold their surpluses in many different ways and for many different purposes. But the market in capitalism has a distinctive, unprecedented function. " (WOOD 2002 - pág. 96)

busca de eficiência no processo produtivo, inovação, etc.⁷) alcançasse dois mercados muito específicos: o de alimentos⁸ e o próprio mercado de trabalho⁹. Só assim, o sistema capitalista teria engendrado na sua própria lógica interna o impulso diaspórico para espalhar-se mundo afora¹⁰.

De fato (e a este respeito não se depositam embates) o capitalismo é um advento europeu alastrado posteriormente pelo planeta - seja ele nascido no campo inglês a partir do estabelecimento das condições de despossessão dos meios de produção pela classe dos produtores, seja ele encontrado em estado embrionário já no período anterior espalhado pelo continente. Mesmo que se admita a impertinência da segunda alternativa, o fato dela ser tão vastamente considerada¹¹ talvez realce dois aspectos relevantes: 1) a existência de uma continuidade histórica entre o ocaso do sistema feudal (ou dos sistemas feudais) e o ingresso do continente na etapa capitalista, cujo gradual processo de transição abarca o período em discussão e 2) a existência de elementos característicos do modo de produção vindouro já na fase transicional.

Com efeito, argumenta-se que a Europa que deixa o medievo para transitar para a idade moderna é capaz de produzir excedente agrícola e assim liberar massas de trabalhadores para dedicarem-se a atividades produtivas diversas, permitindo o deslocamento de contingentes populacionais para

⁷ "This unique system of market dependence has specific systemic requirements and compulsions shared by no other mode of production: the imperatives of competition, accumulation, and profit-maximization, and hence a constant systemic need to develop the productive forces. These imperatives, in turn, mean that capitalism can and must constantly expand in ways and degrees unlike any other social form. It can and must constantly accumulate, constantly search out new markets, constantly impose its imperatives on new territories and new spheres of life, on all human beings and the natural environment." (WOOD 2002, p. 97)

⁸ "The emergence of the market as a determinant of social reproduction presupposed its penetration into the production of life's most basic necessity: food." (WOOD, 2002, p. 97)

⁹ "Virtually everything in capitalist society is a commodity produced for the market. And even more fundamentally, **both capital and labour are utterly dependent on the market for the most basic conditions of their own reproduction. Just as workers depend on the market to sell their labour-power as a commodity, capitalists depend on it to buy labour-power, as well as the means of production, and to realize their profits by selling the goods or services produced by the workers.** This market dependence gives the market an unprecedented role in capitalist societies, as not only a simple mechanism of exchange or distribution but the principal determinant and regulation of social reproduction." (WOOD, 2002, p. 96). Grifos meus.

¹⁰ "Especially once British capitalism assumed its industrial form, the competitive pressures it was able to impose on its rivals, either directly in commerce or by means of its military and geopolitical advantages, created new external pressures for similar developments elsewhere." (WOOD 2002 - pág 94).

¹¹ "[...] o Estado feudal absolutista era, no entanto, contínua e profundamente sobredeterminado pela expansão do capitalismo no seio das formações sociais compósitas do período moderno inicial. Tais formações eram, naturalmente, uma combinação de diferentes modos de produção sob a dominância – em declínio – de um deles: o feudalismo. Todas as estruturas do Estado absolutista revelam, portanto, a influência à distância da nova economia em ação no quadro de um sistema mais antigo [...]." (ANDERSON, 1985, p.39, apud SAES e SAES, 2017, p. 102)

aglomerados urbanos, onde o comércio floresce e os setores produtivos complementares se beneficiam da sinergia estabelecida. O processo implica não apenas na formação de uma classe cada vez mais relevante de comerciantes e de produtores de manufaturas, como oferece aos demais atores e ao próprio ente estatal, instrumentos novos na organização da dinâmica social e na estratégia administrativa dos Estados.

Sobre este último aspecto, observemos mais detidamente o papel que cumpriu o mercantilismo¹² para a definições de políticas dos Estados Nacionais em formação. Segundo Saes (2017) o mercantilismo teria sido um guia para a consolidação dos estados modernos europeus que deveriam, de um lado, conter o "universalismo" encarnado nas pretensões reguladoras da Igreja Católica Romana e, de outro lado, solapar o "particularismo" representado pela atomização de unidades políticas autônomas feudais.

A Igreja, pela uniformidade de suas instituições e por sua influência sobre as populações, era uma força “universal” contrária à segmentação territorial em unidades políticas autônomas, as quais poderiam se contrapor ao poder da Igreja. O exemplo típico desse conflito potencial – e no caso efetivo – foi a reforma religiosa na Inglaterra em 1534, sob Henrique VIII, com o rompimento em relação à Igreja Católica e a constituição da Igreja Anglicana. Porém, para o Mercantilismo, era mais importante combater o particularismo do que o universalismo. O particularismo obstava a integração econômica de territórios mais amplos pela enorme subdivisão territorial em unidades políticas autônomas, cada uma com suas “particularidades”: alfândegas, pedágios, sistemas de pesos e medidas, regimes monetários, regulamentações municipais referentes à produção industrial e ao comércio. O particularismo restringia a possibilidade de constituir uma unidade política de grandes dimensões, sujeita às mesmas normas e, conseqüentemente, um mercado integrado do qual o monarca pudesse extrair recursos, mantendo sua capacidade de domínio sobre uma ampla área territorial. Em suma, na luta contra o universalismo e contra o particularismo, o Mercantilismo se afirmava como um “sistema unificador”. (SAES e SAES, 2017, p.90)

¹² "Em um dos mais alentados estudos sobre o tema, o economista e historiador sueco Eli Heckscher propôs entender o Mercantilismo como 'uma fase na história da política econômica' (HECKSCHER, 1983, p.3); para ele o Mercantilismo não constituiu uma forma específica de organização da produção ou da sociedade (ou seja, não foi um 'sistema econômico', como o feudalismo ou o capitalismo). Como indicamos acima, a ideia de Mercantilismo está associada à da política econômica – para Heckscher uma fase da história de política econômica, em que o Estado é o sujeito e o objeto dessa política: quer dizer, que a política mercantilista foi implementada pelo Estado (daí ser o sujeito), tendo em vista aumentar a riqueza e o poder do próprio Estado e não a riqueza ou o poder de seus súditos (e, por isso, o Estado é o objeto da política)." (SAES e SAES, 2017, p. 89 e 90)

Para levar a cabo esse mister¹³, além de fazer frente às ameaças dos demais Estados Absolutos cercanos, a doutrina mercantilista dispunha de um arsenal de táticas e princípios tipicamente econômicos: colonialismo; pacto colonial; protecionismo; balança comercial favorável; bulionismo. O corolário mercantilista contribuiu para expandir a base produtiva dos países (externamente nas colônias ou internamente, protegendo sobretudo as manufaturas nascentes por intermédio de mecanismos puramente econômicos, como a taxaço de importações), simultaneamente, buscava superávits comerciais a partir da conquista de mercados externos, incrementando tanto a produço para exportação quanto seus canais de comércio.

Portanto, se não podemos nomear apropriadamente o período como Capitalismo Comercial, ao menos poderemos considerar que a sociedade que se prepara para abraçar o novo sistema, arrumou-se para ele fortalecendo uma série de estruturas, práticas e formas organizativas adequadas para seu ulterior desenvolvimento.

Poderíamos ainda aprofundar-nos em outros aspectos importantes, como a criação das classes sociais dos trabalhadores urbanos e da própria burguesia mercantil; as modificaçoões das relaçoões de suserania e entre senhores e servos¹⁴; a sofisticaço das finanças¹⁵, contabilidade e outros

¹³ "Entendendo que a riqueza do mundo era dada – ou seja, que os recursos econômicos não podiam ser acrescidos por qualquer ação dentro do país – o aumento de poder de um Estado só poderia se fazer às custas dos recursos de outros países. E, para tanto, o meio usual era a guerra, em especial a guerra de conquista que agregava novos territórios e recursos ao Estado vencedor. Para tanto, cabia ao próprio Estado (enquanto sujeito da política mercantilista) definir as ações necessárias para garantir o poder: defesa terrestre, navegação, abastecimento dos gêneros essenciais por seus próprios meios são algumas dessas ações, que exigiam recursos materiais para implementá-las." (SAES e SAES, 2017, p. 90 e 91)

¹⁴ "...A crise feudal foi marcada por revoltas que induziram algumas mudanças, como transformação da corveia – obrigação de trabalho na terra do senhor – em pagamentos em dinheiro. (...) Com a comutaço da corveia por pagamentos em dinheiro, essa unidade foi enfraquecida, colocando o poder dos senhores feudais em risco. Embora não se tratasse ainda de uma relaço tipicamente contratual (entre duas pessoas juridicamente livres e iguais), o pagamento em dinheiro tornava mais tênue o vínculo que unia o camponês ao senhor. Como o camponês não trabalhava mais na terra do senhor feudal, o poder de coerço do senhor se enfraquecia. Nessa situaço, ao Estado absolutista, centralizado e militarizado, cabia assumir a coerço político-legal, garantindo aos senhores feudais a continuidade de sua dominaço sobre o campesinato. (SAES e SAES, 2017, p. 101)

¹⁵ Wood afirma que os meios de exercício de poder e extraço de excedente, tanto no caso holandês quanto florentino se dariam por meios extra-econômicos. Ela cita diversos destes instrumentos em inúmeras passagens. Boa parte destes mecanismos me parecem ser, ao contrário, tipicamente econômicos. Exemplifico com a seguinte passagem: "At the same time, the success of Florentine trade in its own manufactured commodities continued to depend on extra-economic factors, on monopoly privileges, or on especially sophisticated commercial and financial practices (double-entry book-keeping is supposed to have originated there), which facilitated a commerce in goods whose success in a luxury market in any case had less to do with cost-effective production than with the skills of craftsmanship." (WOOD, 2002, p. 86)

recursos em economias como as das Cidades-Estado italianas e a dos Países Baixos¹⁶; a internalização da produção colonial pelo comércio; a integração comercial com o oriente¹⁷ e o estabelecimento do sinistro mercado escravista. Aonde dirigíssemos nossa atenção haveríamos de notar o avanço dos mecanismos tipicamente econômicos¹⁸ para dirigir a dinâmica social e política, além de um flagrante predomínio do setor comercial¹⁹ como condutor das transformações econômicas, com papel central no processo de acumulação de capital e sob o desígnio do qual toda atividade econômica se estruturava²⁰.

Em suma, nesta era não eram os senhores de engenho na América Portuguesa nem os detentores de plantations nas Antilhas Britânicas nem os produtores de commodities agrícolas no interior da Holanda que orientavam os rumos das políticas estatais, se apropriavam de parte relevante da renda, ou mesmo determinavam os gêneros de cultivo de suas próprias terras. Tampouco os artesãos ou corporações urbanas. A esfera produtiva se comportava como apêndice das grandes

¹⁶ A respeito do estabelecimento do comércio como centro dinâmico da economia holandesa do século XVII, diz Wood: "It was unusually dependent on trade to provide the most basic conditions of subsistence even for direct producers. More particularly, even its agricultural producers depended on trade to an unprecedented degree for basic subsistence needs, acquiring grain in the market by selling their own commodities, in particular dairy products. There can be no doubt that the great wealth of the Republic was founded on commerce, or that Dutch commercial elites invested in domestic production - notably in agriculture - in unprecedented ways and to an unprecedented degree." (WOOD, 2002, p. 88)

¹⁷ "A expansão holandesa se fez principalmente por meio de grandes companhias comerciais. A mais importante delas – a Companhia das Índias Orientais, fundada em 1602 – concentrou o monopólio do comércio com a Índia. Mais do que uma empresa, a companhia tinha sua própria moeda, seu próprio exército, construía cidades e fortalezas. O comércio holandês atingiu ampla área: Índia, China, Japão, Rússia, Báltico, América. Controlou as fontes de especiarias no Oriente (como pimenta, cravo, canela, noz-moscada); organizou a produção de café em Java; levou o chá da China para a Europa, promovendo sua difusão. Ao saírem do Brasil, os holandeses introduziram a cana-de-açúcar nas Antilhas (não só nas holandesas, mas também nas francesas e inglesas) a fim de continuarem a promover sua comercialização na Europa. E Amsterdã, além de centro comercial, abrigou os maiores banqueiros europeus do século XVII." (SAES e SAES, 2017, p. 88).

¹⁸ "No one could deny that in the great European commercial centres the wealth of the dominant classes rested on commerce, and that their appropriation of surpluses from direct producers did not here take the classic form of feudal rent. (WOOD, 2002, pág 85)

¹⁹ "The commercial system of pre-capitalist Europe, then, was characterized by a series of disjunctions: the geographic separation between the production of grain and its consumption by countries whose wealth derived from trade in other commodities - not even necessarily from the production of those commodities but also, more particularly, from the conveyance, transshipment, and arbitrage of commodities produced elsewhere, and revenues from entrepôts. It is as commercial mediators more than as producers of traded commodities that the great commercial powers gained their huge wealth, and this was reflected in an imbalance between the production of basic necessities and economic power derived from trade in luxuries." (WOOD, 2002, p. 84)

²⁰ Mais uma vez focando no desenvolvimento dos países baixos, Wood afirma: "Without its leading role in international trade, and without the great wealth derived from Europe's growing luxury markets, the Dutch could not have developed either their huge urban population or, indeed, their productive agriculture. This was not so much a case in which agricultural productivity sustained an unusually large urban population (as would occur in England) but rather a case in which an unusually large urban population sustained by a dominant role in international trade, as a major link in the European commercial chain, also provided the conditions for a productive agriculture." (WOOD, 2002, p. 89)

companhias comerciais, que mobilizavam investimentos produtivos, elegiam os gêneros de interesse, eram concessionárias dos monopólios estatais e, por fim, se apropriavam da parte mais vultosa dos produtos nacionais. Seja o comércio transcontinental de especiarias e tecidos com o oriente, ou de escravizados entre África e América, ou de gêneros primários com as colônias americanas, ou ainda na atividade de intermediação de víveres e, sobretudo de bens de luxo, dentro do próprio continente europeu, estava no comércio, e não na produção, o centro dinâmico da economia mercantil europeia - que já se mundializava.

1.5. CAPITALISMO INDUSTRIAL

O cenário só foi alterado com a industrialização inglesa, que ao incrementar sobejamente a capacidade produtiva e reduzir drasticamente os custos de produção, foi capaz de abastecer mercados cada vez mais vastos com artigos industrializados de consumo de massa - destacadamente, logo em sua fase inicial, a partir da sua indústria têxtil²¹.

O acontecimento da fábrica foi, evidentemente, impactante sob todos os aspectos. Mais imediatamente significou uma multiplicação inimaginável da produtividade do trabalho. Mas a máquina posta numa planta fabril com o emprego de múltiplos trabalhadores, requisita uma série de condições que passamos a mencionar.

Em primeiro lugar a própria invenção da máquina - o que não é algo trivial. Menos pela complexidade das invenções desta primeira fase da revolução industrial - via de regra mais simplórias²² e obra do engenho prático de pessoas com conhecimento instrumental, com o fito de resolver problemas concretos - e mais pelo que ela pressupõe. O advento de uma máquina só faz sentido num espaço onde já estivesse reunida uma quantidade relevante de trabalhadores

²¹ "A primeira indústria a se revolucionar foi a do algodão, e é difícil perceber que outra indústria poderia ter empurrado um grande número de empresários particulares rumo à revolução. Até a década de 1830, o algodão era a única indústria britânica em que predominava a fábrica..." (HOBSBAWM, 2010, p. 72)

²² "Suas invenções técnicas foram bastante modestas, e sob hipótese alguma estavam além dos limites de artesãos que trabalhavam em suas oficinas ou das capacidades construtivas de carpinteiros, moleiros e serralheiros: a lançadeira, o tear, a fiandeira automática. Nem mesmo sua máquina cientificamente mais sofisticada, a máquina a vapor rotativa de James Watt (1784), necessitava de mais conhecimentos de física do que os disponíveis então há quase um século (...) Dadas as condições adequadas, as inovações técnicas da revolução industrial praticamente se fizeram por si mesmas, exceto talvez na indústria química. (HOBSBAWM, 2010, p. 62)

concentrados sob uma unidade produtiva. A descrição mais célebre deste espaço pré-fábrica é da oficina de alfinetes, feita por Adam Smith em *A Riqueza das Nações*. Mas nos auxiliemos da narração feita por Saes (2017) sobre as inovações na indústria têxtil inglesa:

"Embora a Revolução Industrial, em perspectiva ampla, não se limite às transformações das técnicas de produção, estas mudanças são centrais para a compreensão do processo. As inovações técnicas se concentraram em duas indústrias – a de tecidos de algodão e a do ferro – e envolveram uma nova fonte de energia – o vapor.

(...)

O processo de produção de tecidos se compõe de duas fases principais, além de várias operações complementares: o processo de fiação e o de tecelagem. A fiação transforma a fibra (animal ou vegetal) em fios; estes passam, a seguir, pela tecelagem, ou seja, pelo processo de 'entrelaçar' os fios de modo a formar o tecido.

(...)

O impulso inicial para a transformação decorreu da existência de um desequilíbrio entre a capacidade de produção de fios e de tecidos. Os tecelões se defrontavam com falta de fios para poderem ampliar sua produção de tecidos: dado o nível da técnica prevalecente na primeira metade do século XVIII, era preciso o trabalho de 5 a 6 fiandeiros para abastecer de fios um tecelão. Isso os obrigava a permanecerem ociosos uma parte do tempo (ou a se dedicarem às tarefas agrícolas, se instalados no campo). Esse desequilíbrio foi ampliado pela generalização de uma inovação no processo de tecelagem: a lançadeira de Kay. No tear manual, a largura do tecido era limitada pelo comprimento dos braços dos tecelões: a lançadeira de Kay permitiu que o tecido tivesse larguras maiores, além de aumentar a velocidade do trabalho do tecelão. Inventada em 1733, essa inovação generalizou-se na produção de tecidos de algodão nos meados do século, aumentando o desequilíbrio entre a produção de fios e de tecidos (ou seja, fora aumentada a capacidade de produção de cada tecelão, porém a técnica de fiação continuava a mesma).

(...)

A necessidade crescente de fios para alimentar os teares exerceu pressão no sentido da inovação do processo de fiação. (...) tratava-se de ampliar o número de fusos instalados numa roda de fiar: de início com 8 fusos, depois com 16 (número registrado na patente), chegou a contar com mais de 80 fusos. Essa máquina, relativamente simples e barata,

podia ser acionada pela força humana e foi introduzida na própria indústria doméstica ampliando substancialmente a produção de fios.

(...)

Comportando um número maior de fusos, sua progressiva instalação, agora em unidades fabris, reduziu a participação da indústria doméstica no ramo de fiação. O passo seguinte foi adaptar uma máquina a vapor à máquina de fiar, de modo a ampliar ainda mais a capacidade de fiação (pelo aumento do número de fusos, que chegou a centenas em cada máquina). Nesse estágio, a fiação se libertou dos limites da energia humana e da energia hidráulica (que impunha a proximidade dos cursos d'água) e se localizou nas cidades industriais." (SAES e SAES, 2017, p. 163-164)

Contudo, um coletivo de trabalhadores não há de ser achado num espaço fabril urbano sem que antes a agricultura fosse capaz de gerar excedente suficiente para alimentar inclusive a parte da população não envolvida na produção de gêneros alimentícios. Sem que hordas populacionais houvessem deixado a orbe para migrarem à urbe. Sem que ao chegar nas cidades, livres de qualquer posse, devessem se empregar nas oficinas de manufaturas²³.

Mesmo as cidades industriais inglesas não teriam sido viáveis sem a substituição paulatina das fontes de energia - outrora de predominância hidráulica, tração animal ou humana, ou ainda o carvão vegetal - pelo vapor e pelo carvão mineral. Este tema nos carrega à indústria de base mais relevante para impulsionar a revolução industrial nesta fase: a de ferro.

Como toda indústria de base, a metalurgia requeria vultosas inversões e um prazo de maturação do investimento, via de regra, mais longo, exigia uma demanda consolidada e taxas de lucro atrativas (além de um processo prévio de acumulação de capital, que a economia inglesa já atravessava). A demanda militar somada à da indústria em crescimento talvez não tivessem configurado montante suficiente para deflagrar o desenvolvimento industrial do setor e foram os

²³ "As atividades agrícolas já estavam predominantemente dirigidas para o mercado; as manufaturas de há muito se tinham disseminado por um interior não feudal. A agricultura já estava preparada para levar a termo suas três funções fundamentais em uma era de industrialização: aumentar a produção e a produtividade de modo a alimentar uma população não agrícola em rápido crescimento; fornecer um grande e crescente excedente de recrutas em potencial para as cidades e as indústrias; e fornecer um mecanismo para o acúmulo de capital a ser usado nos setores mais modernos da economia." (HOBSBAWM, 2010, p. 63)

trens e as estradas de ferro²⁴, surgidas a partir do aperfeiçoamento de técnicas já utilizadas nas minas de carvão, que ofereceram à metalurgia inglesa o estímulo que precisavam (HOBBSAWM, 2010, p. 82 - 83).

Segundo Hobsbawm (2010), "Nenhuma outra inovação da revolução industrial incendiou tanto a imaginação quanto a ferrovia, como testemunha o fato de ter sido o único produto da industrialização do século XIX totalmente absorvido pela imagística da poesia erudita e popular." (p. 83). Ao invés de citar trechos recortados da obra aqui, remeteria o leitor ou leitora diretamente às páginas seguintes, onde Hobsbawm narra o espalhamento das linhas férreas pela Europa e Estados Unidos, pois, além de trecho rico em dados e academicamente valioso, ainda goza de especial zelo quanto ao estilo e linguagem, conferindo ao capítulo também certo brilho literário.

O fato é que a malha ferroviária, além de impulsionar o ciclo produtivo, remunerando capitais cujas taxas de lucro já minguavam lentamente no setor têxtil e estimulando a indústria de base, também ampliou sobremaneira os mercados, ao integrar regiões outrora apartadas. Recordemos que o estabelecimento de rotas comerciais europeias ramificadas transcontinentalmente já avançara muito ao longo dos séculos precedentes, de forma que o incremento da capacidade produtiva aliado à vertiginosa queda nos custos de produção provocados pela Revolução Industrial, encontrou no mercado externo um campo para crescimento virtualmente ilimitado. Ou seja, uma vez que os produtos ingleses se tornaram competitivos e abundantes (em particular artigos de consumo de massa em contraposição ao comércio restrito de bens de luxo), a integração comercial já estabelecida tratou de disseminá-los para as mais diversas partes. Ainda assim, a profusão de ferrovias foi capaz de capilarizar de maneira inédita a integração de localidades ermas ao mercado europeu/mundial²⁵. Esta nova configuração contribuiu não apenas para a expansão do mercado consumidor de bens industriais, como para a criação de novas zonas para produção de matérias primas e bens intermediários, tendo, ao cabo, resultado em maior

²⁴ "Além disso, a indústria do ferro criou fortes vínculos com outros ramos da economia: nas "ligações para trás" ("backward linkages"), pela demanda que gerava para outros ramos, principalmente para a mineração de carvão; nas "ligações para frente" ("forward linkages"), pelas demandas que recebia de outros ramos, de inúmeras atividades que passaram a utilizar o ferro como matéria-prima: a mais expressiva foi a estrada de ferro (em especial a partir de 1830), mas também a construção civil, a construção de pontes, utensílios domésticos etc. Igualmente importante foi a possibilidade de exportação do ferro." (SAES e SAES, 2017, p. 166)

²⁵ Hobsbawm (2010, p. 31) sustenta que "Estar perto de um porto era estar perto do mundo." Porém a inversão também seria verdadeira. Estar longe de um porto (ou de um grande centro) é estar longe do mundo. Coube à teia de ferrovias modificar esse enunciado.

diversificação produtiva, diminuição dos custos de produção e na ampliação da divisão social do trabalho. O traslado do centro dinâmico do setor comercial para o produtivo estava com seu terreno pavimentado. O reinvestimento de lucros para ampliação da base produtiva (sob os imperativos da eficiência, inovação, aumento da produtividade do trabalho, disputa via preço etc.) atraiu para o setor produtivo a orientação de todo tecido econômico.

Neste tema, novamente, nos deparamos com imensas disputas interpretativas acerca do real alcance da Revolução Industrial e também quanto ao seu caráter abrupto - o que, para certos autores, colocaria em xeque mesmo seu prenome, vez que, dada a natureza mais branda que a usualmente propalada, sequer se justificaria nomear o acontecimento de *Revolução*. Não é o caso de explorar microscopicamente o debate nem de filiar-mos a qualquer das correntes estabelecidas. Reforma ou revolução, ocorre que, a partir de meados do século XVIII, a capacidade produtiva de bens industrializados foi majorada continuamente; a formação bruta de capital passou a ser variável estratégica para a pujança econômica das nações e, por conseguinte, para superioridade dos países industrializados em diversos outros campos, visto que o incremento da capacidade produtiva importava não apenas em maior produção potencial de bens de consumo ou de bens de capital, como também de investimentos em áreas consideradas estratégicas (ciência e tecnologia, infraestrutura, investimentos militares, etc.). Diversos autores anotam que foi no setor industrial que concentrou-se o processo de inovação permanente, responsável por constantes ganhos de produtividade e aprimoramento dos processos produtivos²⁶. A industrialização foi, por esses e outros motivos, no período que vai de meados do século XVIII ao último quarto do século XX, não apenas um problema de teoria econômica²⁷ ou imperativo estratégico para governos, mas também uma comprovação tautológica do papel destacado do setor como condutor da dinâmica econômica. Não há, entre as principais potências mundiais do século XX, alguma que tenha se abastido de experienciar a industrialização vigorosa, vinculada ao constante aprimoramento produtivo com base em inovações no setor industrial.

²⁶ Cite-se a este respeito apenas dois (entre múltiplos) autores, que por sua importância basilar, bastarão: Joseph Schumpeter em sua “Teoria do desenvolvimento econômico” e Karl Marx em “O Capital” e em “Para a crítica da economia política”.

²⁷ Pincemos, entre a vasta coleção de obras a este respeito, a emblemática “O desenvolvimento econômico da América Latina e seus principais problemas” - texto célebre de Raul Prebisch, que introduziu no âmbito das políticas públicas (em especial por meio da CEPAL) o alardeado problema da tendência à deterioração dos termos de troca dos produtos primários frente aos industrializados.

Mas, parece haver um modo mais imediato para assinalar como o setor industrial ganhou relevância em diversos países que compõem o centro da economia mundial. É precisamente mensurar as fatias dos produtos nacionais vinculadas à indústria. Mesmo aí há diversas possibilidades metodológicas que podem conduzir a discrepâncias²⁸. Haveria sentido contabilizar a massa de trabalhadores empregados por setor? E se as mudanças tecnológicas são tipicamente poupadoras de mão de obra em determinadas atividades e intensivas no fator trabalho em outras? Poderíamos observar a participação de certos setores no PIB aumentar enquanto o respectivo volume de trabalho empregado diminuísse? Deveríamos adotar então meramente o valor produzido? O faríamos a partir do valor adicionado ou do valor bruto? Pelo foco do consumo/investimento ou da renda? Melhor seria utilizar a renda per capita, preços correntes, preços constantes? Deveríamos considerar as alterações dos preços relativos como um problema a ser tratado por uma espécie de deflator?

A própria divisão entre os setores é muito variável e arbitrária²⁹. Kuznets (1983) opta por classificar a mineração no setor industrial, por exemplo. Outros autores a classificam junto à agricultura por se assemelharem ambas ao extrativismo. Já tratando de uma indústria do século XXI - que acopla na produção serviços de personalização sob demanda, por exemplo - van Neuss (2018) discute a setorização nos seguintes termos:

“As pointed out by Rowthorn and Coutts (2013), a wider definition of manufacturing – including all service inputs embodied in the final output of manufacturing – would not solely increase the size of manufacturing but also reduce the extent of deindustrialization, and hence of service growth. This sort of argument has motivated a number of scholars to explore the process of deindustrialization outside the familiar sectoral trichotomy – agriculture, manufacturing, and services – as defined by most standard statistical classifications of economic activities, such as NAICS and NACE (see

²⁸ “Structural change is typically investigated by looking at the evolution of the shares of sectors in total economic activity. (...) The most common measures of activity are employment and value added, two production-side measures, and consumption. With respect to employment, two widely used indicators are ‘total workers’ and ‘total hours worked’. If the choice of one indicator over the other is very often dictated by data availability, it is important to point out that these two indicators may deliver different results (...) Value added is often expressed in nominal terms, that is in current prices, but can also be given in real terms, that is in constant prices.” (VAN NEUSS, 2018, p. 3)

²⁹ “The best known and most basic sector-division of the aggregate economy is the familiar sectoral trichotomy of agriculture (primary sector), manufacturing (secondary sector), and services (tertiary sector). However, there is a myriad of ways of dividing the economy into sectors of activity.” (VAN NEUSS, 2018, p. 3)

Schettkat and Yocarini, 2006, pp. 133–139). For instance, based on the pioneer works of Katouzian (1970) and Singelmann (1978), some scholars propose to disaggregate the broad service sector into ‘distributive services’, ‘producer services’, ‘social services’, and ‘personal services’. The first two categories are then usually interpreted as being related to goods production – though ‘producer services’ provide intermediates for service provision as well.” (VAN NEUSS, 2018, p. 19).

O debate é contínuo, mas, após realizar minuciosa discussão a respeito destas opções metodológicas, Kuznets (1983)³⁰ tabula os dados disponíveis no quadro que reproduzo, sob os seguintes critérios:

“Mede-se a contribuição de cada setor, relacionando-se o produto líquido originado ou o produto bruto de consumo corrente de capital fixo com o total específico do produto do país. Por sua vez, obtém-se o produto gerado subtraindo do produto bruto corrente de cada indústria os custos apresentados pelos pagamentos a outras indústrias (por exemplo, na agricultura, os pagamentos de fertilizantes, pesticidas etc., adquiridos de manufaturas), ou então somando-se os retornos a fatores empregados na indústria (salários e ordenados, renda dos empresários, retornos de ativos investidos etc.). Os cálculos são feitos separadamente para as muitas indústrias particularizadas e os totais líquidos são agrupados pelos três setores principais; conseqüentemente, no produto líquido gerado num setor não estão incluídas as compras de uma indústria em outra do mesmo setor” (KUZNETS, 1983, p. 62)

Assim o autor procura evitar que o produto de um setor seja também contabilizado em outro setor que o tenha utilizado como insumo. Após fazê-lo, alcança montantes estratificados segundo participação de cada uma das subdivisões setoriais. O caráter pioneiro e central do livro de Kuznets nos sossega para estancarmos as reverberações das infinitas controvérsias epistemológicas neste assunto. O resultado é o quadro a seguir:

³⁰ A obra foi originalmente publicada em 1966 e, portanto, considera dados e um contexto geopolítico mundial daquele momento. Como veremos a seguir, a década seguinte (de 1970) é considerada um ponto de inflexão para as mudanças que nos interessarão, a saber: a desregulamentação do mercado financeiro mundial, reestruturação da indústria e mudança da base geográfica das plantas industriais. Portanto, além da centralidade do livro, a época em que foi escrito, de certo modo, circunscreve o período de que estamos tratando neste subitem.

QUADRO 3.1 — Distribuição do Produto Nacional entre Três Setores Principais, Países Selecionados, Períodos Longos (Totais Básicos a Preços Correntes, Salvo Indicação em Contrário)^a

| | Participações no produto nacional (%) | | | | | | | | |
|---|---------------------------------------|----------------|---------------|----------------------|-----------------|------------------|----------------------|-----------------|------------------|
| | Agricultura | | | Indústria | | | Serviços | | |
| | Data inicial (1) | Data final (2) | Alteração (3) | Data inicial (4) | Data final (5) | Alteração (6) | Data inicial (7) | Data final (8) | Alteração (9) |
| Reino Unido | | | | | | | | | |
| 1. Inglaterra e País de Gales, renda nacional, cerca de 1688 a cerca de 1770 | 40 | 45 | +5 | 21 ^b | 24 ^b | +3 ^b | 39 ^b | 31 ^b | -8 ^b |
| 2. Grã-Bretanha, renda nacional, 1801 a 1841 | 32 | 22 | -10 | 23 ^b | 34 ^b | +11 ^b | 45 ^b | 44 ^b | -1 ^b |
| 3. Grã-Bretanha, renda nacional, 1841 a 1901 | 22 | 6 | -16 | 34 ^b | 40 ^b | +6 ^b | 44 ^b | 54 ^b | +10 ^b |
| 4. Grã-Bretanha, renda nacional, depreciação bruta, excluídos erros e omissões, 1907 a 1924 | 6 | 4 | -2 | 46(36 ^b) | 51 | +5 | 48(58 ^b) | 45 | -3 |
| 5. Reino Unido, Produto Nacional Bruto, 1924 a 1955 | 4 | 5 | +1 | 52 | 56 | +4 | 44 | 39 | -5 |
| França | | | | | | | | | |
| 6. Renda nacional, 1789-1815 a 1825/35 | 50 | 50 | 0 | 20 ^b | 25 ^b | +5 ^b | 30 ^b | 25 ^b | -5 ^b |
| 7. Renda nacional, 1825/35 a 1872/82 | 50 | 42 | -8 | 25 ^b | 30 ^b | +5 ^b | 25 ^b | 28 ^b | +3 ^b |
| 8. Renda nacional, 1872/82 a 1908/10 | 42 | 35 | -7 | 30 ^b | 37 ^b | +7 ^b | 28 ^b | 28 ^b | 0 ^b |
| 9. Produto Interno Bruto, 1954 a 1962 | 12 | 9 | -3 | 52 | 52 | 0 | 36 | 39 | +3 |
| Alemanha | | | | | | | | | |
| 10. Reich, 1913, renda nacional, 1860/69 a 1905/14 | 32 | 18 | -14 | 24 ^b | 39 ^b | +15 ^b | 44 ^b | 43 ^b | -1 ^b |
| 11. República Federal, Produto Interno Bruto, 1936 a 1959 | 11 | 7 | -4 | 42 ^b | 52 ^b | +10 ^b | 47 ^b | 41 ^b | -6 ^b |
| Holanda | | | | | | | | | |
| 12. Renda nacional, 1913 a 1938 | 16 | 7 | -9 | 33 | 40 | +7 | 51 | 53 | +2 |
| 13. Produto Interno Bruto, 1950 a 1962 | 13 | 9 | -4 | 47 | 51 | +4 | 40 | 40 | 0 |
| Dinamarca, Produto Interno Líquido | | | | | | | | | |
| 14. Preços correntes, 1870/74 a 1905/09 | 47 | 29 | -18 | | | | | | |
| 15. Preços correntes, 1905/09 a 1948/52 | 29 | 19 | -10 | | | | | | |
| 16. Preços de 1929, 1870/74 a 1905/09 | 43 | 24 | -19 | | | | | | |
| 17. Preços de 1929, 1905/09 a 1948/52 | 24 | 18 | -6 | | | | | | |

Figura 1: PARTICIPAÇÃO SETORIAL NAS ECONOMIAS (KUZNETS, 1983) – reprodução 1/3.

| | Participações no produto nacional (%) | | | | | | | | |
|--|---------------------------------------|----------------|--------------------|----------------------|-----------------|--------------------|----------------------|-----------------|--------------------|
| | Agricultura | | | Indústria | | | Serviços | | |
| | Data inicial (1) | Data final (2) | Alte- ração (3) | Data inicial (4) | Data final (5) | Alte- ração (6) | Data inicial (7) | Data final (8) | Alte- ração (9) |
| Noruega | | | | | | | | | |
| 18. Produto Interno Bruto, 1865 a 1910 | 34 | 24 | -10 | 21 ^b | 26 ^b | +5 ^b | 45 ^b | 50 ^b | +5 ^b |
| 19. Produto Interno Bruto, 1910 a 1956 | 24 | 13 | -11 | 37(26 ^b) | 53 | +6 | 39(50 ^b) | 34 | -5 |
| Suécia | | | | | | | | | |
| 20. Produto Interno Bruto, 1861/65 a 1901/05 | 39 | 35 | -4 | 17 | 38 | +21 | 44 | 27 | -17 |
| 21. Produto Interno Bruto, 1901/05 a 1949/53 | 35 | 10 | -25 | 38 | 55 | +17 | 27 | 35 | +8 |
| Itália | | | | | | | | | |
| 22. Renda nacional, 1861/65 a 1896/00 | 55 | 47 | -8 | 20 | 22 | +2 | 25 | 31 | +6 |
| 23. Renda nacional, 1896/00 a 1951/55 | 47 | 25 | -22 | 22 | 48 | +26 | 31 | 27 | -4 |
| EUA, produção de bens, 1839/79 | | | | | | | | | |
| 24. Preços correntes | 69 | 49 | -20 | 31 ^b | 51 ^b | +20 ^b | | | |
| 25. Preços de 1879 | 72 | 49 | -23 | 28 ^b | 51 ^b | +23 ^b | | | |
| Renda nacional e pagamentos agregados | | | | | | | | | |
| 26. Preços correntes 1869/79 a 1919/28 | 20 | 12 | -8 | 33 | 40 | +7 | 47 | 48 | +1 |
| 27. Preços correntes, 1919/28 a 1939/48 | 11 | 9 | -2 | 39 | 39 | 0 | 50 | 52 | +2 |
| 28. Preços de 1929, 1869/78 a 1939/48 | 27 | 8 | -19 | 29 | 42 | +13 | 44 | 50 | +6 |
| 29. Preços correntes, 1929 a 1961/63 | 9 | 4 | -5 | 42 | 43 | +1 | 49 | 53 | +4 |
| Canadá | | | | | | | | | |
| 30. Produto Nacional Bruto, 1870 a 1920 | 50 | 26 | -24 | 26 ^b | 35 ^b | +9 ^b | 24 ^b | 39 ^b | +15 ^b |
| 31. Produto Interno Bruto, 1926/28 a 1961/63 | 19 | 7 | -12 | 47 | 48 | +1 | 34 | 45 | +11 |
| 32. Produto Interno Bruto, preços de 1949, 1926/28 a 1953/55 | 28 | 15 | -13 | 37 | 48 | +11 | 35 | 37 | +2 |
| Austrália, Produto Interno Bruto, 1861/65 a 1934/35-1938/39 | | | | | | | | | |
| 33. Preços correntes | 22 | 23 | +1 | 31 | 33 | +2 | 47 | 44 | -3 |
| 34. Preços de 1910/11 | 18 | 24 | +6 | 31 | 30 | -1 | 51 | 46 | -5 |

^a Salvo caso de indicação em contrário, neste e nos outros quadros deste capítulo estão incluídos na agricultura o cultivo agrícola; a piscicultura, a silvicultura e a caça; a indústria abrange a mineração, a manufatura, a construção, produção de luz e força, gás e água, transporte e comunicações; entre os serviços, estão incluídos os comerciais, os financeiros, pessoal, domésticos, mercantis, profissionais e governamentais.

^b O transporte e as comunicações estão incluídos nas colunas 7-9.

Figura 2: PARTICIPAÇÃO SETORIAL NAS ECONOMIAS (KUZNETS, 1983) - reprodução 2/3.

QUADRO 3.1 — (Continuação)

| | Participações no produto nacional (%) | | | | | | | | |
|--|---------------------------------------|-----------------|--------------------|------------------|-----------------|--------------------|------------------|----------------|--------------------|
| | Agricultura | | | Indústria | | | Serviços | | |
| | Data inicial (1) | Data final (2) | Alte- ração (3) | Data inicial (4) | Data final (5) | Alte- ração (6) | Data inicial (7) | Data final (8) | Alte- ração (9) |
| Japão | | | | | | | | | |
| 35. Produto Interno Líquido, 1878/82 a 1923/27 | 63 | 26 | -37 | 16 | 38 | +22 | 21 | 36 | +15 |
| 36. Produto Interno Líquido, 1950 a 1962 | 26 | 14 | -12 | 39 | 49 | +10 | 35 | 37 | +2 |
| URSS | | | | | | | | | |
| 37. Produto Nacional Líquido, 1937, preços de fatores, 1928 a 1958 | 49 ^c | 22 ^c | -27 ^c | 28 ^c | 58 ^c | +30 ^c | 23 | 20 | -3 |

^c A piscicultura e a silvicultura estão incluídas nas colunas 4-6.

Fontes: Linhas 1-5: DEANE e COLE. *British Economic Growth*. Quadro 35, p. 156; Quadro 37, p. 166; Quadro 40, p. 175; e Quadro 41, p. 178.

Linhas 6-8: PERROUX, François. "Prise de Vues sur la Croissance de l'Economie Française, 1780-1950". In: KUZNETS, Simon, ed. *Income and Wealth, Series V*. Londres, 1955. Quadro II, p. 61.

Linha 9: ONU. *Yearbook of National Accounts Statistics, 1961 and 1963*.

Linha 10: JOSTOCK, Paul. "The Long-Term Growth of National Income in Germany". In: KUZNETS, ed. *Income and Wealth, Series V*. Quadro VIII, p. 106.

Linha 11: ONU. *Yearbook of National Accounts Statistics, 1963* para 1956/59, extrapolados para o ano de 1952, por meio de estimativas do *Yearbook, 1959* e, para o ano de 1936, por meio de estimativas feitas por JOSTOCK. "Long-Term Growth". Quadro VIII, p. 106.

Linha 12: KUZNETS. "Quantitative Aspects: II". Apêndice ao Quadro 2, p. 69.

Linha 13: ONU. *Yearbook of National Accounts Statistics, 1957 and 1963*.

Linhas 14-17: BJERKE e USSING. *Danmarks Nationalprodukt, 1870-1950*. Quadro II, p. 144-145.

Linhas 18-19: BJERKE. "Economic Growth of Norway". Quadros IV. 10 e IV. 14.

Linhas 20-21: JOHANSSON, Osten. "Economic Growth and Structure in Sweden, 1861-1953". Documento apresentado na Conferência de 1959 da International Association for Research in Income and Wealth, realizada em Portoroz. Quadro 17.

Linhas 22-23: *Indagine Statistica* do Istituto Centrale di Statistica. Quadros 35 e 36, p. 245-250. As estimativas para o território atual, relativas a setores privados, antes do ajustamento para atender à superposição e à depreciação, foram combinadas com os relativos ao setor público.

Linhas 24-25: GALLMAN. "Commodity Output, 1839-1899". Apêndice ao Quadro A-1, p. 43.

Linhas 26-28: KUZNETS. *National Income and its Composition, 1919-1938*. Quadro 14, p. 89 e Quadro 17, p. 102. Para a linha 28, admitimos que a participação dos transportes e serviços de utilidade pública foi de 4% no período 1869/78 (foi de 5% no período 1889/98).

Linha 29: *U.S. Income and Output*. Department of Commerce. Washington, 1958. Quadro I-10; e *Survey of Current Business*. Department of Commerce. Julho de 1964. Quadro 7.

Linha 30: FIRESTONE. *Canada's Economic Development, 1867-1953*. Quadro 68, p. 189. O total exclui a renda, taxas indiretas menos os subsídios e a renda do investimento estrangeiro líquido.

Linha 31: *National Accounts, Income and Expenditures, 1926/56 and 1963*. Dominion Bureau of Statistics. Quadro 21.

Linha 32: HOOD, William C. e SCOTT, Anthony. *Output, Labor and Capital in the Canadian Economy*. Royal Commission on Canada's Economic Prospects, 1957. Cap. 5, Apêndice F.

Linhas 33-34: BUTLIN. *Australian Domestic Product, Investment and Foreign Borrowing, 1861-1938/39*. Quadro 2, p. 10-11 e Quadro 269, p. 460-461. A agricultura inclui pecuária, cultivo agrícola, produção de leite e derivados, silvicultura e piscicultura. A indústria abrange a mineração, as manufaturas, a construção, o transporte privado de água e empreendimentos mercantis públicos (fundamentalmente as estradas de ferro e outros sistemas de transporte).

Linha 35: Revisões não publicadas, feitas por Henry Rosovsky e Kasushi Ohkawa (baseadas em estimativas de Ohkawa e outros), apresentadas no trabalho *The Growth Rate of the Japanese Economy*. Os dados sobre o ramo da construção, dos transportes e comunicações e as fábricas do Governo foram retirados do setor "terciário", em virtude foi de 27,5% e para 1878/82 nós admitimos 20%.

Linha 36: ONU. *Yearbook of National Accounts Statistics, 1957 and 1963*.

Linha 37: KUZNETS, Simon. "A Comparative Appraisal". BERGSON e KUZNETS. *Economic Trends in the Soviet Union*. Quadro VIII-6, p. 344.

Figura 3: PARTICIPAÇÃO SETORIAL NAS ECONOMIAS (KUZNETS, 1983) - reprodução 3/3.

A tabela é um mosaico envolvendo economias de industrialização mais precoce ou mais tardia; países com perfis industriais muito distintos, uns mais agrários que outros, em suma, sujeitos a vicissitudes históricas demasiado díspares. O que torna cada uma das nações elegíveis a participar deste quadro é o fato de estarem entre as mais pujantes economias no período que vai do fim do século XVIII a meados do século XX. Portanto, não deveríamos esperar delas um movimento uniformemente variado. Note-se, todavia, que, de maneira consistente, para métricas baseadas em preços correntes ou constantes, para séries extraídas de diversas fontes ou em diferentes períodos, para a esmagadora maioria dos países que compõem o rol das principais economias do mundo houve um crescimento de importância do setor industrial nas rendas nacionais, ao passo que a agricultura perde participação. Já o setor terciário não apresenta clara tendência ascendente nem descendente. Socorramo-nos da interpretação do próprio autor:

“1. A participação do setor agrícola no produto total declinou em doze dos treze países. Em geral, a participação pré-moderna do setor esteve próxima a 1/2 - e em alguns casos chegou a subir até 2/3 - do produto total (...). No final dos longos períodos cobertos pelo quadro, a participação do setor foi de 20% ou menos, na maior parte dos países, e, em diversos deles, menos de 10%. (...) A única exceção significativa e interessante é a Austrália (linhas 33 e 34); a participação do setor agrícola no total, em preços correntes, se manteve praticamente constante durante uns oito decênios, e a participação no total em preços constantes se elevou. Aparentemente, a agricultura de capital intensivo altamente desenvolvida da Austrália foi capaz de manter sua participação em virtude da rede de relações íntimas com a metrópole, mais industrializada.

2. Em doze países, a participação do setor industrial no produto geral de cada um ascendeu. Nas primeiras fases do desenvolvimento, essa participação oscilou entre 20 e 30% do produto global. Por volta do final do período, na maioria dos países, ela tinha ganhado 20 ou mais pontos percentuais, com participações nas datas finais variando de 40 a mais de 50%. A Austrália é, outra vez, uma exceção: a participação do setor industrial calcada em estimativas de preços correntes subiu, e a baseada em estimativas de preços constantes baixou, ambas apenas um ponto percentual.

3. Embora a tendência declinante na participação do setor agrícola e a tendência ascendente na do setor industrial sejam proeminentes e afetem todos os países salvo a Austrália, os movimentos na participação do setor de serviços não são nem pronunciados nem coerentes, entre países ou entre longos subperíodos. (...)” (KUZNETS, 1983, p. 63 - 67)

Em suma, o caminho percorrido pelas principais economias do planeta até a década de 1960, atribuiu ao setor industrial uma importância crescente em termos de participação na renda. Mas não foi apenas isso, pois além de corresponder a uma fatia progressiva dos produtos nacionais, o setor secundário foi o centro do dinamismo tecnológico (incorporado inclusive pelos demais setores) que comandou a marcha da economia moderna. Os ciclos de valorização dos capitais seguiram as trilhas dos lucros extraordinários observados em ramos inovadores - cujos adventos têm como principal mecanismo indutor as mudanças tecnológicas (aí entendidas de forma ampla envolvendo, por exemplo, inovações na organização e gestão do trabalho, incorporações de técnicas, etc.). A potência disruptiva da indústria dragou para o setor produtivo o comando da dinâmica econômica, delineando os veios que seriam percorridos pelo sistema econômico em expansão.

A pujança das economias industrializadas centrais determinou inclusive o papel das economias periféricas num sistema cada vez mais mundializado - certamente dependente do protagonismo dos Estados Nacionais - mas contando com capitais privados eles próprios cada vez mais globalizados e concentrados a ponto desaguarem numa fase da grande indústria, muitas vezes considerada como oligopolista, como veremos. Nessas transformações é que nos concentraremos no item a seguir mais detidamente.

1.6. A FACE ETÉREA

No artigo “*The drivers of structural changes*”, van Neuss (2018) extrapola o período estudado por Kuznets (1983) e encontra modificações pronunciadas das tendências nos diversos setores - o que parece denotar fortemente a existência de uma mudança econômica estrutural nas décadas medianas do século XX. A abrangência da transformação parece ter vulto comparável à constatada por Kuznets em 1966 para os períodos precedentes, pois revela uma correlação gritante entre os dados setoriais de diversos países centrais - boa parte dos quais coincidentes para os dois estudos - tanto em termos de massa trabalhadora empregada, como da participação setorial no produto total. O autor plota dados de países periféricos também e observa-se nítida discrepância entre os grupos. Mas, miremos os dados referentes às economias centrais para que a comparação fique evidente.

No trabalho mencionado, o setor da indústria e da manufatura estão separados, mas têm comportamento similar tanto entre si quanto entre países estudados. As questões metodológicas (parte das quais já abordadas anteriormente), portanto, como se espera, são apresentadas, discutidas e postas sob perspectiva histórica, visto que o artigo dedica-se também a oferecer um panorama dos estudos sobre as causas das mudanças estruturais nas economias. Ao cabo, para construir as curvas sobre as quais se debruça, o autor então opta por utilizar o log dos PIBs *per capita* em preços constantes em dólares de 1990, a partir dos dados compilados pelo “*Maddison Project*”³¹. Nos seus próprios termos:

“Figure 1 shows the evolution of the shares of agriculture, industry, manufacturing, and services in employment and nominal value added for the United States and a selected set of European countries over the course of economic development. Data are described in detail in Appendix A (table A1). The level of economic development is measured as the log of GDP per capita expressed in 1990 international dollar. Data on GDP per capita are retrieved from ‘The Maddison-Project’.” (VAN NEUSS, 2018, p. 4)

A figura a seguir diz respeito ao período que vai de 1974 a 2011³². A partir delas se constata, para diferentes países, uma tendência declinante da participação do setor primário nos produtos nacionais, ao passo que o setor terciário apresenta, inegavelmente, uma tendência de crescimento. Já a indústria, assim como a manufatura - de forma não menos coincidente para as diversas economias estudadas - tomam a forma gráfica de “corcovas”, sugerindo que, no período enfocado, chegam a ganhar espaço na economia e, em seguida, decaem. Essas figuras podem ser lidas de diversas formas - parte das quais está vinculada às questões metodológicas que já antecipamos. Porém, a complexificação das estruturas corporativas talvez imponha sutilezas e dificuldades de classificação e análise muito mais relevantes do que as achadas no estudo de Kuznets. E tratarei, *en passant*, destes aspectos mais adiante.

³¹ Trata-se de sítio vinculado à Universidade de Groningen (Holanda), onde estão disponíveis dados de diversos períodos, fontes e regiões do globo, cujo método de coleta e tratamento são exibidos de forma transparente e visam suportar pesquisas em diversas áreas. Segundo apresentação do próprio projeto: “The Maddison Project has been initiated in March 2010 by a group of close colleagues of Angus Maddison, with the aim to support an effective way of cooperation between scholars to continue Maddison's work on measuring economic performance for different regions, time periods and subtopics.” <https://www.rug.nl/ggdc/historicaldevelopment/maddison/?lang=en>.

³² (VAN NEUSS, 2018, p. 5) - Reprodução.

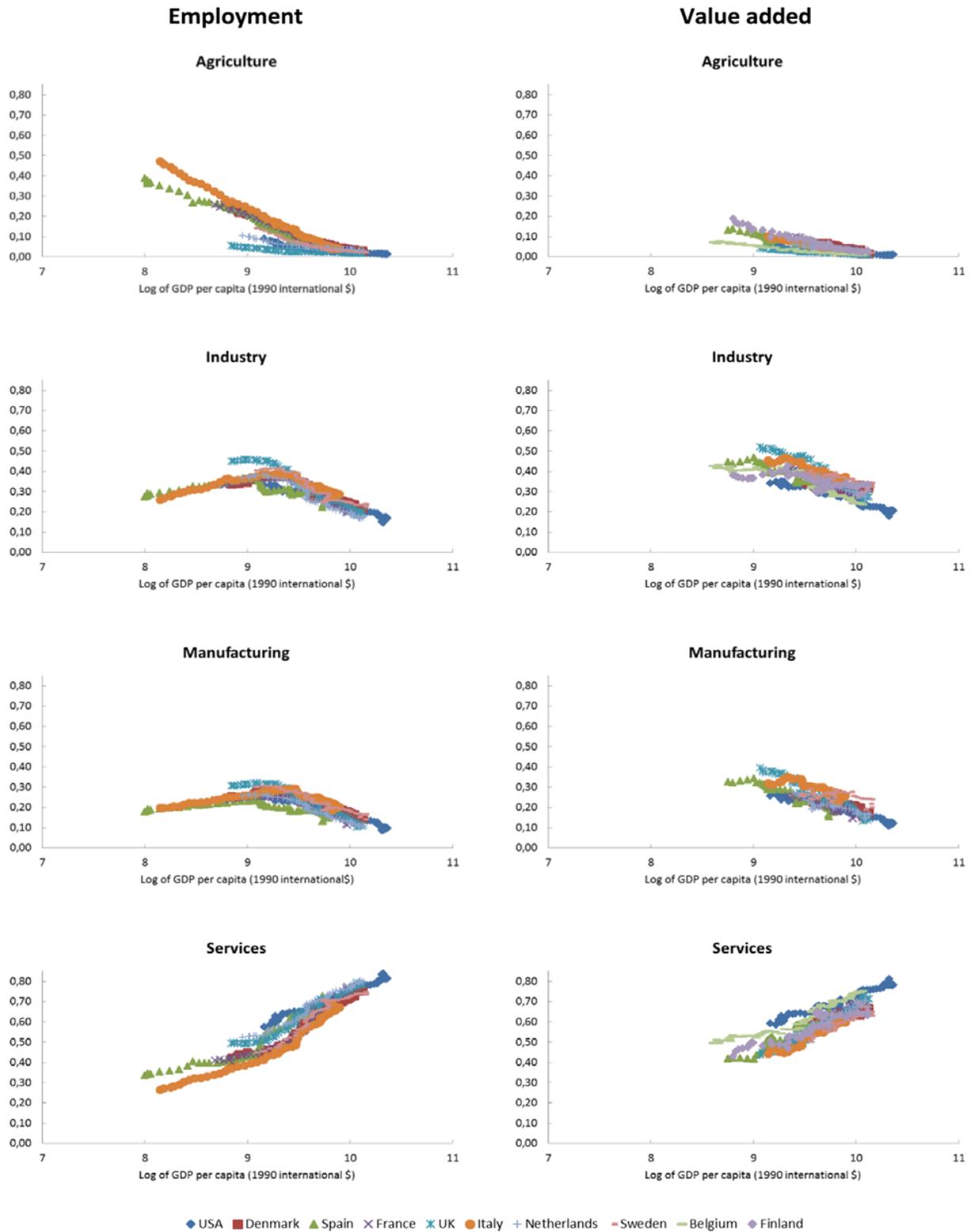


Figura 4: PARTICIPAÇÃO SETORIAL DO EMPREGO E VALOR ADICIONADO (VAN NEUSS, 2018) (Sectoral Shares of Employment and Nominal Value Added – Selected European Countries and the USA from GGDC 10-Sector, 1947–2011.)

As transformações do ambiente econômico e corporativo ao longo do século XX e início do século XXI foram vastíssimas e têm múltiplos aspectos. Poderíamos dissertar a respeito da questão energética (da substituição do carvão pelo petróleo como combustível principal, mas que também transita pela energia nuclear, bioenergia e já planeja migrar para matrizes menos poluentes), da evolução das comunicações (do rádio, passando pela invenção do fonograma e da televisão, à internet), das inovações na organização do trabalho (um período histórico que ultrapassa o fordismo e o toyotismo, alcançando a estruturação flexível *à la* Google.), da assimilação de uma automação cada vez mais relevante, da engenharia genética, etc. Os diferentes campos se interconectam, se transformam, se viabilizam, se potencializam ou aniquilam uns aos outros. Cheguei a mencionar a sinergia intersetorial estabelecida nas economias desde o século XVIII e tratei de certo hibridismo que chegava a nublar os critérios de classificação de certas atividades econômicas em setores (por exemplo no estudo de Kuznets). Mas, o cenário hodierno, conta, sem dúvida, com uma imbricação intersetorial muito mais complexa, intensa e, ao mesmo tempo, com fronteiras muito incertas. Esse hibridismo se manifesta na própria forma das mercadorias e esta manifestação aqui nos interessará.

Concretamente, não se trata mais de problematizar a mecanização da agricultura, pois, neste caso, há certa facilidade em se delimitar a colheitadeira como ativo com origem industrial e a produção dos artigos agrícolas (ainda que potencializada pela mecanização) como advinda do setor primário. Em tempo histórico anterior, não haveria dúvida em se classificar como tecnologias não industriais a charrua e a rotação de culturas - inovações adotadas na agricultura. Agora, considere-se um cenário em que sementes mais resistentes a pesticidas, assim como estes mesmos agrotóxicos, são produzidas em plantas industriais distantes do campo. As fábricas onde se produz os pesticidas, não raramente, são licenciadas por companhias nas quais a pesquisa e desenvolvimento se dão. As empresas produtoras comercializam seus pesticidas, mas pagam royalties a suas licenciadoras. Já as sementes saem de unidades da própria companhia responsável pelo desenvolvimento tecnológico: onde suas matrizes foram selecionadas, cruzadas de maneira planejada e editadas geneticamente. A pulverização dos defensivos é realizada por uma cooperativa especializada que faz a aplicação em diversas lavouras de fazendas diferentes. E as sementes são estéreis, graças a alta tecnologia incorporada via modificação genética, de tal modo que as plantas não dão origem a novas sementes capazes de se reproduzir, tendo o produtor rural que adquirir novo lote para o próximo ciclo.

Os royalties pagos à desenvolvedora dos princípios ativos dos pesticidas são normalmente contabilizados como serviços. Já o valor adicionado na produção dos agrotóxicos faz parte da parcela do setor secundário. No caso das sementes, por não haver separação entre a companhia que desenvolveu a tecnologia e a fabricante, todo o valor (incluindo o da altíssima biotecnologia acoplada ao produto) é normalmente contabilizado como renda do setor industrial. Se os próprios empregados das fazendas dispersassem os químicos nas lavouras, contabilizaríamos suas rendas no setor agrícola, mas, sendo uma prestadora de serviço externa, a rubrica mais comum para registrá-la é relacionada ao setor terciário.

Ou seja, a partir de um singelo exemplo, podemos argumentar que fenômenos inaugurados ou intensificados em meados do século XX incorreram em uma complexificação da estrutura da produção, circulação e apropriação de fluxos e estoques econômicos³³ que se expressam inclusive no caráter dos ativos transacionados. Há múltiplas causas e desdobramentos, mas estarei interessado em dois aspectos fundamentais e interligados dessas transformações: 1) a financeirização do ciclo de valorização dos capitais e 2) o caráter imaterial das mercadorias e demais ativos. Debruçarei especial esforço para reconstruir as transformações históricas que nos legaram o primeiro aspecto. Quanto ao segundo, apenas farei menção a exemplos concretos e a interpretações de alguns autores de maneira subsidiária.

1.7. A FINANCEIRIZAÇÃO DO CAPITAL

A financeirização do capitalismo é aparentada ao avanço do estágio de acumulação de capitais e da concentração daí decorrente. Ao final do século XIX o capitalismo concorrencial fundado na pequena empresa de base local já aparecia mortalmente comprometido, dando lugar a ambientes em que a grande empresa passava a controlar os ramos mais lucrativos da economia, transbordando mesmo os limites das fronteiras nacionais e criando um contexto de competição oligopolista:

“Trata-se da crescente concentração das atividades produtivas em grandes unidades de produção que favoreceu a adoção de práticas monopolistas. Esta tendência foi reforçada

³³ A este respeito, consulte-se a discussão contida em PRADO et al. (2014).

pelas inovações tecnológicas implementadas à época, no que se convencionou chamar de Segunda Revolução Industrial.” (SAES e SAES, 2017, p. 232)

(...)

“Mais importante é notar que se trata de uma transformação permanente do capitalismo (ao menos no que diz respeito à dimensão da empresa típica do sistema): por isso, muitos autores entendem que, a partir de fins do século XIX, se estabeleceu o “capitalismo monopolista” ou o “capitalismo organizado”. Desde então, a dinâmica do capitalismo estaria marcada por essa característica, afastando-se do padrão anterior (usualmente chamado de “capitalismo concorrencial”).” (SAES e SAES, 2017, p. 234)

O vaticínio é complementado da seguinte forma por Sweezy (1994):

“In the early stages of industrial capitalism markets were still largely local, a fact that not only limited their size but also acted as a restraint on the competitive behavior of the participants. Later on with the development of the means of transportation and communication (canals, steamboats, railroads, telegraphs) markets grew enormously in size, impersonality, and the fierceness of the competition they engendered. By the second half of the nineteenth century, capital accumulation and economic growth had reached a feverish pitch.” (SWEEZY, 1994, p.3)

O campo econômico de batalhas entre participantes de tamanho irrelevante deu azo não apenas às mais impressionantes obras da economia clássica, mas também à grande depressão do século XIX - que a historiografia econômica costuma situar entre os anos de 1873 e 1896. Décadas cujos traços característicos foram uma persistente deflação e um crescimento econômico raquítico, se comparado aos decênios anteriores (SAES e SAES, 2017). A perenizada dificuldade contribuiu para a varrição dos menores participantes e favoreceu a concentração de capital. Sweezy (1994) descreve o acontecimento assim:

“From one point of view this was splendid. Capitalism was doing precisely what was expected of it. But from another point of view, that of the profitability of capital, things looked rather different. The trouble was that in industry after industry, capitalists trying to get the better of one another expanded their capacity and production far beyond the point of maximum profit, in many cases beyond the point of any profit at all. Weaker firms fell by the wayside in droves, and even the strongest had to struggle to survive. (...) In all the advanced capitalist countries, the last two decades of the nineteenth century witnessed an intense process of concentration and centralization of capital. Stronger companies gobbled up weaker ones and joined together in various forms of combinations

(cartels, trusts, holding companies, giant corporations) aimed at eliminating cut-throat competition and getting control of their price and output policies. (...) By the turn of the twentieth century what had been the small-scale, predominantly domestically oriented capitalism of the nineteenth century became the monopolistically controlled imperialist system of the twentieth.” (SWEEZY, 1994, p.3 e 4)

O gigantismo das companhias nos setores mais dinâmicos, portanto, já se manifestava no início do século XX, durante a chamada segunda revolução industrial, na qual o investimento corporativo em pesquisa e desenvolvimento (P&D) já era responsável por boa parte das inovações (ao contrário do que se pudera observar nas décadas precedentes). A capacidade produtiva dessas indústrias, evidentemente, condizia com o estado de pleora dos capitais que as constituíam, de maneira que suas atividades, seus interesses, seu alcance transbordavam vastamente as fronteiras nacionais.

“Não escapou aos contemporâneos a profunda transformação por que passava o capitalismo no final do século XIX. São bastante conhecidas as obras de John A. Hobson, cuja primeira edição é de 1894 (HOBSON, 1985), de Rudolf Hilferding, publicada em 1910 (HILFERDING, 1985) e de Vladimir Ilitch Lênin, de 1917 (LENINE, 1986) que exploram as mudanças em curso. Porém, as inúmeras referências presentes nas notas de rodapé dessas obras indicam o quanto se escreveu sobre o tema na passagem do século XIX para o século XX.” (SAES e SAES, 2017, p. 232)

Este é o parágrafo inaugural da seção 9.3, intitulada “*TRANSFORMAÇÕES DO CAPITALISMO NO FIM DO SÉCULO XIX: CONCENTRAÇÃO DO CAPITAL E SEGUNDA REVOLUÇÃO INDUSTRIAL*” do livro de Saes (2017). Na obra aludida no excerto (Imperialismo, fase superior do capitalismo), Lênin identifica os conflitos resultantes do avanço dos capitais nacionais transbordantes sobre zonas do Globo cuja partilha neocolonial estava em disputa como pano de fundo para a deflagração da Primeira Guerra Mundial. Eis que a conjuntura que conduziu o grande capital ao seu protagonismo histórico - na qual figurava, entre outras coisas, um ambiente de comércio internacional regulado e pactuado pelas mais prósperas nações capitalistas, operando

sob as regras cambiais do Padrão Ouro ou Padrão Ouro-Libra³⁴ - foi perturbada precisamente pelo confronto decorrente do tensionamento concorrencial que ensejou.

A resolução mal-ajambrada alcançada pelas partes ao cabo da Primeira Guerra Mundial, apenas fez postergar uma nova pactuação, forjada após a Segunda Grande Guerra, num processo histórico dialógico segundo o qual a guerra seria a política feita por outros meios, como enunciava Clausewitz. Ou a política pudesse ser a guerra continuada por meios diferentes, como retorquiria matreiramente Foucault (2010). No que diz respeito ao desenho do novo sistema monetário e financeiro internacional (não casualmente pactuado em Bretton Woods - no estado norte americano de New Hampshire - afinal, o país emergia da guerra como principal personagem da geopolítica na porção capitalista do planeta), viu-se consolidar instituições multilaterais com governanças assimétricas, como o FMI e o Banco Mundial e instituir-se um sistema regulatório que muito se assemelhava ao Padrão Ouro-Libra, mas, desta feita, calcado no dólar estadunidense. A proposta formulada pelo representante inglês, John Maynard Keynes, de se instituir uma moeda internacional, retirando assim de qualquer Estado Nacional o papel de garantidor em última instância do sistema, foi rechaçada peremptoriamente pelos anfitriões. Em suma, forjou-se um sistema altamente regulamentado; de câmbio fixo; com paridades estabelecidas das diversas moedas nacionais frente ao dólar, e deste com relação ao ouro; com mecanismos de contrapesos segundo os quais um déficit no Balanço de Pagamentos ensejaria uma desvalorização da moeda nacional do país deficitário e o oposto ocorreria em caso de superávit - favorecendo a estabilização das cotações cambiais.

Grosso modo, os mecanismos anuídos já haviam funcionado para harmonizar o comércio internacional no passado, todavia, à grande indústria³⁵ não bastavam os fluxos decorrentes do

³⁴ “Com a adoção do padrão-ouro pelas duas maiores economias da época – Grã-Bretanha e Alemanha – outros países foram levados a seguir o mesmo caminho: Dinamarca, Noruega, Suécia e a União Monetária Latina o fizeram ainda na década de setenta; Áustria-Hungria e Itália, embora não tenham assumido formalmente o padrão-ouro, ao fim do século XIX haviam atrelado suas moedas às dos países que o seguiam; os Estados Unidos abandonaram progressivamente a prata como base de sua moeda e, em 1879, ao retomarem a conversibilidade, adotaram na prática o padrão-ouro; Rússia e Japão, no fim do século XIX, também se integraram ao grupo do padrão-ouro, e a Índia, ao atrelar sua moeda à libra, indiretamente vinculava-se ao padrão-ouro.” (SAES e SAES, 2017, p. 293)

³⁵ “...a companhia multinacional invariavelmente começou por se constituir como *grande empresa* no plano nacional, o que implica, ao mesmo tempo, que ela é resultado de um processo, mais ou menos longo e complexo, de concentração e centralização do capital, e que, frequentemente, se diversificou, antes de começar a se internacionalizar, que a companhia multinacional tem uma *origem nacional*, de modo que os pontos fortes e fracos de sua base nacional e a ajuda que tiver recebido de seu Estado serão componentes de sua estratégia e de sua competitividade; que essa companhia é, em geral, um *grupo*, cuja forma jurídica contemporânea é a *holding*

comércio mundial de mercadorias, pois o movimento de transnacionalização incrementou uma série de outros mecanismos que importavam em fluxos financeiros³⁶ internacionais, tais como remessas de lucro, pagamentos de royalties, investimento direto no exterior, etc., além de uma série de transações internas³⁷ não só às companhias individuais, mas ao grupo econômico³⁸. Não obstante Chesnais (1996) enfoque seu trabalho no período que se inicia na década de 1970, para ele, é no bojo do processo de *desterritorialização* dos grandes grupos industriais, no qual uma estratégia de presença transnacional é traçada pelas corporações, que boa parte dos mecanismos de facilitação de transações financeiras é estabelecido. Trata-se de um conjunto de figuras jurídicas como as holdings, trustes, empresas de participações; estabelecimento de empresas financeiras acopladas aos grupos industriais, além de uma série de tecnologias³⁹ para viabilização de fusões, aquisições, fluxos advindos de contratos⁴⁰ de mútuo dentro do complexo do próprio grupo empresarial, etc. As práticas ensaiariam, ainda num ambiente regulatório altamente restrito,

internacional; e por fim, que esse grupo atua em escala mundial e tem estratégias e uma organização estabelecidas para isso.” (CHESNAIS, 1996, p. 73).

³⁶ “A estratégia tecno-financeira é resultado de uma evolução das atividades das companhias no exterior, passando da produção material direta para o fornecimento de serviços. A base de sua competitividade está alicerçada na definição de um *know-how* e na P&D. Ela tentará valorizar essa vantagem em todos os setores onde for possível aplicar suas competências tecnológicas. Com isso, ela tenderá a sair do seu setor de origem e diversificar-se em modalidades totalmente originais. Sua nova força reside em sua capacidade de montar ‘operações complexas’, [que] irão exigir a combinação de operadores vindos de horizontes muito diferentes: empresas industriais, firmas de engenharia, bancos internacionais, organismos multilaterais de financiamento. Destes, uns serão locais, outros estrangeiros, outros terão estatuto internacional” (MICHALET, apud, CHESNAIS, 1996, p. 77)

³⁷ “... a integração transnacional provoca um desenvolvimento muito significativo no intercâmbio de diversos produtos finais ou semi-acabados, entre as filiais e entre as fábricas de diversos países, e portanto um comércio, considerado ‘internacional’, de tipo ‘intracorporativo’ e também, claro, ‘intra-setorial’.”(CHESNAIS, 1996, p. 132)

³⁸ “Um dos aspectos característicos dos grupos industriais multinacionais é a internalização de um amplo conjunto de fluxos financeiros, que acabam constituindo um mercado financeiro interno do grupo, tão internacionalizado quanto o próprio grupo. O autor de um dos principais compêndios americanos sobre gestão financeira internacional sublinha que, ‘do ponto de vista da gestão financeira, uma das características peculiares da companhia multinacional, em contraposição a um conjunto de empresas nacionais envolvidas num conjunto de transações independentes entre si, reside em sua capacidade de deslocar fundos e lucros entre suas filiais, mediante mecanismos internos de transferência!’” (SHAPIRO, apud CHESNAIS, 1996, p. 277)

³⁹ “Tais mecanismos incluem a fixação de preços de transferência para todos os bens e serviços intercambiados no interior do grupo, os empréstimos internos intracorporativos, a antecipação ou adiamento dos pagamentos interfiliais e os modos de repartição dos resultados de exercício, entre filiais e a matriz.” (CHESNAIS, 1996, p. 277 e 278)

⁴⁰ “As novas formas de investimento (NFI) são definidas por contraposição ao investimento direto, que comporta, como vimos, um aporte de capital monetário, (seja em capitais transferidos a partir do exterior, seja levantados no mercado financeiro do país receptor). As NFIs garantem a uma companhia uma fração do capital, mas somente em ativos imateriais. As NFIs originam, seja uma participação minoritária, seja uma empresa comum (a chamada *joint-venture*), reconhecendo à multinacional a propriedade de uma fração do capital, um direito de participação nos lucros e um direito de acompanhar a conduta de um parceiro menos poderoso, com base num aporte sob forma de ativos imateriais. Entre estes, incluem-se o *know-how* de gestão, as licenças de tecnologia (em geral superadas pelas mudanças tecnológicas), bem como o *franchising* e o *leasing*, muitas vezes empregados nos serviços.”(CHESNAIS, 1996, p. 79)

a desregulamentação financeira que se implementaria por questões estruturais e geopolíticas, mais pronunciadamente, a partir da década de 1970.

A possibilidade de grupos capitalistas se espriarem pelo planeta não apenas mantendo negócios em diversos continentes, mas concatenando sua atividade ao redor do mundo de maneira articulada⁴¹ a fim de explorar mais acentuadamente o acesso a mercados consumidores; matérias primas; sistemas nacionais de inovação, ciência e tecnologia; mão-de-obra ora especializada ora barata; vantagens logísticas, tributárias, legais, etc. (parte dos requisitos, muitas vezes, cambiáveis e efêmeros) pressupunha o avanço dos sistemas comunicacionais e de transporte que permitisse tal coordenação administrativa e flexibilidade tática. Os avanços tecnológicos entregaram isso às corporações. Entretanto, à entrada do último quarto do século XX, um aspecto predito e constituinte da lógica de acumulação capitalista, pareceu bater à porta e esclarecer que seu desfecho não mais poderia ser adiado sem uma radical reestruturação sistêmica. Trata-se da tendência declinante das taxas de lucro, apontada por Marx em meados do século XIX, cujos efeitos tinham sido eficazmente driblados por algumas práticas disseminadas na fase oligopolista, como a cartelização⁴² e afins⁴³, graças à obtenção de lucros extraordinários de monopólio, através da rota schumpeteriana da inovação disruptiva em setores dinâmicos, por toda sorte de barreiras à entrada de concorrentes⁴⁴. Em suma, por um conjunto de fatores que a corrente neoclássica de

⁴¹ O sistema econômico internacional que surgiu sob a hegemonia norte-americana é essencialmente distinto daquele que se formara no século dezenove sob a preeminência britânica. Neste último caso, tratava-se, basicamente, de um sistema de divisão internacional do trabalho, o qual exigiu a abertura crescente da economia inglesa. (...) À diferença da antiga economia internacional, baseada em um mercado internacional de produtos, a nova começou a definir-se como um sistema de decisões de âmbito multinacional, cuja coerência deriva de critérios valorativos estabelecidos a partir da realidade interna da economia norte-americana. Esta última, ao conservar uma margem grande de autonomia, vis-à-vis do resto do mundo, estaria em condições privilegiadas para exercer o papel de centro estabilizador e orientador da economia mundial. (FURTADO, 1968, apud ALMEIDA, 2016, p. 56 e 57)

⁴² “Formas mais rígidas de acordos foram estabelecidas a fim de garantir uma espécie de poder de monopólio por parte das grandes empresas. Uma dessas formas ficou conhecida como cartel e teve especial importância na Alemanha e em outros países da Europa continental. O cartel era uma associação entre empresas (em geral com o nome de sindicato), de conhecimento público, que fixava preços e estabelecia a quota de cada empresa no mercado, sem interferir na administração dessas empresas. Carvão, ferro e aço eram ramos típicos de organização sob a forma de cartel. Na Alemanha, o número de cartéis, de 5 em 1870, passou para 345 em 1897, abarcando praticamente toda a manufatura e o comércio.” (HOBSON, 1985, apud SAES e SAES, 2017, p. 233)

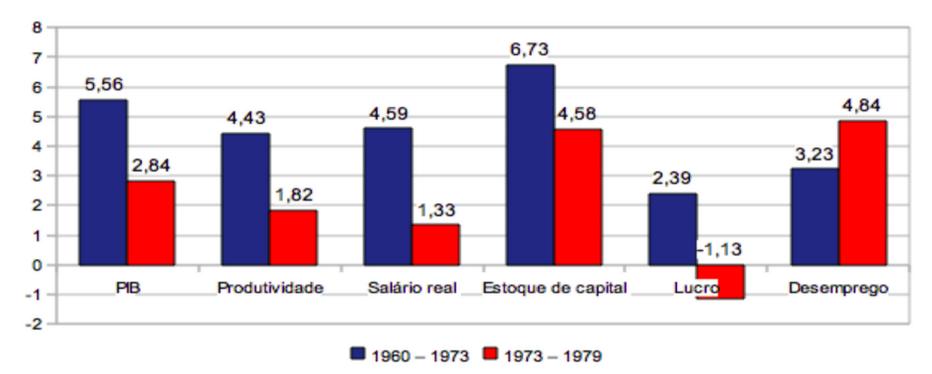
⁴³ “Outra forma de organização das empresas no sentido de criar uma condição monopolista é o chamado Truste. Mais característico dos Estados Unidos, o truste corresponde a uma forma mais profunda de articulação entre as empresas na direção do controle do mercado. Há um acordo entre as várias firmas de um ramo que implica a transferência do controle das empresas a um conselho. A rigor, os proprietários transferem suas ações a esse conselho que distribui certificados aos acionistas. Porém, o poder de decisão agora fica nas mãos do conselho: decisões não só quanto a preços e quotas, mas também quanto à gestão interna de cada empresa.” (SAES e SAES, 2017, p. 233-234)

⁴⁴ Chesnais dedica um capítulo inteiro ao tema *Tecnologia, cooperação oligopolista e barreiras de entrada*, no qual descreve longamente o estado da arte naquele momento. A título de exemplo, transcrevo o trecho em que menciona barreiras à entrada advindas da criação de padrões/normas de fabricação - o que só pode existir mediante conluio entre as maiores companhias e o Estados Nacionais: “Nos campos de tecnologias avançadas, essas estratégias

pensamento econômico costuma sintetizar sob a rubrica abrangente das *imperfeições de mercado*, somadas à diminuição dos custos de produção decorrente da própria atuação mundializada das corporações (que puderam infiltrar-se em todas as brechas que conduzissem a menores salários, preços de insumo, custos de transporte, etc.), aliadas ainda à ereção do estado de bem-estar social - assistida em boa parte dos países ricos - gerido por governos indutores do crescimento a partir de políticas contracíclicas de estímulo à demanda agregada, de inspiração keynesiana.

De fato, após o crescimento em *marcha forçada*⁴⁵ experimentado pela economia mundial nos chamados anos de ouro do capitalismo (que se estendem do pós-guerra aos anos 1960), diversos indicadores econômicos davam pistas de arrefecimento. Os choques do petróleo sucedidos por períodos de estagflação puseram em xeque a matriz keynesiana de interpretação e operação da economia. Almeida (2016) compila as mais importantes destas variáveis econômicas e as sintetiza no seguinte gráfico aqui reproduzido, inclusive com as legendas originais⁴⁶:

Gráfico 2.1 – Taxas de variação média anual por período (%)*



*Exceto Desemprego, que corresponde à taxa média de desempregados no período.

Dados: EUA, Japão e Alemanha (taxas médias ponderadas segundo o PIB de cada país).

Definições: Produtividade = PIB(2000)/trabalhadores empregados;

Salário real = compensação/trabalhador

Estoque de capital = Formação bruta de capital fixo

Lucro = taxa de retorno líquido sobre o capital fixo

Fonte: OCDE, *Historical Statistics 1960-1995* In: Brenner, 1998; AMECO – Annual Macroeconomic Database – Comissão Européia, elaboração própria.

Figura 5: INDICADORES ECONÔMICOS SÉC. XX (ALMEIDA, 2016)

coletivas de fixação de normas serão tanto mais eficazes se forem elaboradas cedo, no desenvolvimento e lançamento de produtos. Com efeito, um aspecto característico da normatização nas indústrias oligopolistas de alta tecnologia, é que ela tende, cada vez mais, a intervir previamente à determinação de produtos (...) Impõe-se um padrão de interface, para assegurar as próprias condições de montagem do produto final, seja ele um automóvel, um avião, uma rede de telecomunicações ou um sistema de fabricação integrado.” (CHESNAIS, 1996, p. 176)

⁴⁵ Expressão tomada do livro de Antônio Barros de Castro e Francisco Eduardo Pires (1985).

⁴⁶ Extraído de ALMEIDA (2016, p. 60)

O dado que chama mais atenção, evidentemente, é o relativo às taxas de lucro nas economias centrais (Japão, EUA e Alemanha - também referidos por Chesnais, conjuntamente, como *Triade*), pois, ainda que as taxas de lucro possam permanecer positivas, observa-se um pronunciado declínio. O impacto sistêmico dessa variável específica é possível de ser notado de forma muito clarividente, afinal, trata-se de um modo de produção cujo funcionamento está fundado no investimento privado de capital feito com o único intuito de valorizar-se ao fim de um período. Ao minguairem as taxas de lucro, a valorização do capital queda-se ameaçada, ocasião em que não resta razão para a realização do investimento. Os capitalistas, então, terão a alternativa de entesourar, hipótese em que o sistema como tal tenderia ao colapso⁴⁷.

Façamos, pois, um voo sobre as principais mudanças estruturais realizadas a partir da década de 1970 a fim de compreender como elas pretenderam reverter o movimento decadente notado nas taxas de lucro.

1.8. FIM DO PADRÃO OURO-DÓLAR (1971)

A primeira grande transformação de impacto, certamente foi o rompimento unilateral da paridade do dólar com o ouro e, com isso, a implosão do sistema de taxas de câmbio fixas. Não vou aprofundar sobremaneira as causas a fim de podermos estar detidos nas consequências. Mas, em suma, a volta ao jogo de parte dos países reerguidos da Segunda Guerra Mundial, muito especialmente Japão e Alemanha, cujas indústrias vinham sobrepujando a americana em várias frentes, galgando espaços inclusive no mercado estadunidense, impunha déficits comerciais aos EUA. Este fato isolado não era um problema, já que, para o dólar poder se consolidar como divisa internacional, seria necessário que a moeda norte-americana, de fato estivesse alastrada nas reservas cambiais dos países do mundo. A contrapartida, porém, eram as dificuldades das indústrias estadunidenses e o impacto desta perda de espaço na atividade econômica no nível de emprego doméstico. Um caminho possível seria a repactuação das paridades cambiais do dólar

⁴⁷ “A partir do começo da década de 1970, o sucesso, mas também as contradições da acumulação traduziram-se, entre outros aspectos, numa queda da rentabilidade do capital investido na indústria. Independentemente da recente centralização e concentração do capital monetário, os capitais saíram em busca de formas de valorização puramente financeiras. A formação dos euromercados na década anterior, ofereceu-lhes possibilidades sem precedentes.” (CHESNAIS, 1996, p. 252)

com relação ao marco e ao iene - que pareciam privilegiar as exportações de Alemanha e Japão. Os EUA, todavia, resolveram estimular a atividade econômica com políticas fiscal e monetária expansivas - notadamente através da expansão de gastos militares e redução das taxas de juro. O aumento do poder de compra interno, vinculado a uma sobrevalorização da moeda americana e a manutenção das vantagens competitivas das indústrias alemãs e japonesas resultaram numa transferência praticamente automática de divisas ao exterior. A enxurrada de dólares fez com que muitas nações (destacadamente a França) optassem pela conversão da moeda americana por ouro a uma taxa que, a essa altura, as reservas americanas já não eram capazes de suportar.

A decisão do então presidente Richard Nixon em romper com a paridade dólar-ouro, demoliu também o sistema de câmbio fixo, de forma que as cotações entre as moedas passaram a flutuar devido a diversos outros fatores (cada vez mais complexos e economicamente relevantes). Resulta, assim, que se tornou possível a ocorrência de ganhos de arbitragem e o estabelecimento das moedas nacionais como ativos voláteis, sujeitos a ação especulativa. Mas, a aquisição das moedas com o fim especulativo, não é o único meio de utilizar a paridade oscilante com o fito lucrativo. A antecipação ou postergação de remessas e lucros, de liquidação de contratos, aquisição de insumos, investimentos em controladas, etc., tornou-se um aspecto adicional das estratégias de ganhos financeiros em transações internas (ou não) a uma corporação. Ademais,

“Sem freios, graças ao desmoronamento das barreiras que o sistema de Bretton Woods erguera provisoriamente, os instrumentos de liquidez criados pelo governo americano para financiar a dívida pública deram início à economia do endividamento (a *debt economy*). Desde meados da década de 1970, ela se tornou parte integrante das características estruturais da economia americana, primeiro, e depois de muitos outros países (...) a economia de endividamento americana também alimentou o florescimento dos euromercados, primeiro elo no nascimento dos todo-poderosos mercados financeiros de hoje.” (CHESNAIS, 1996, p. 251)

Outro acontecimento responsável pela experiência estagflacionária foram os choques do petróleo - que também contribuíram para consolidar o dólar como divisa internacional sem concorrentes e inflar ainda mais o mercado dos eurodólares⁴⁸, insuflando-o com os petrodólares.

⁴⁸ “... o verdadeiro ponto-de-partida dos euromercados parece ter sido dado, na época, pelo comportamento dos bancos britânicos. Cada vez mais incomodados com a queda da libra esterlina, eles começaram a trabalhar em dólares, chamados de “eurodólares” por serem originados de operações de débito/crédito de contas gerenciadas fora

1.9. CHOQUES DO PETRÓLEO (1973 E 1979)

A percepção mais imediata é que as decisões da OPEP teriam sido drásticos choques de oferta, originados na principal fonte energética da economia mundial, portanto, com capacidade de transmitir-se amplamente pelas mais diversas atividades. Num contexto de refreamento de todas as principais variáveis econômicas, como vimos, a disparada dos preços foi surpreendente. Almeida (2016), porém, enfoca suas análises em como os episódios contribuíram para consolidar a posição solitária do dólar fiduciário como divisa internacional.

“O fato de a OPEP definir que apenas aceitaria pagamentos efetuados em dólar, e o rápido movimento do governo Nixon em relação à captação por bancos norte-americanos dos excedentes gerados nos países árabes, foi determinante para a arquitetura do que viria a ser uma nova escalada pelo dólar.

(...)

O fluxo de dólares para os bancos norte-americanos, e deles para os diversos países com dificuldades em seus balanços de pagamentos, gerou uma nova onda de compromissos assumidos em dólar. Paralelamente, a crise acabou por debilitar relativamente mais as economias do Japão e da Alemanha do que a dos Estados Unidos, uma vez que aquelas eram mais dependentes da importação de petróleo árabe, fragilizando suas moedas. Como resultado, houve uma ampliação relativa do uso do dólar como moeda internacional. Esse processo ganhou ainda mais força porque em 1974 o governo norte-americano flexibilizou as regras para a saída de capitais do país, incentivando empréstimos que, caso contrário, dificilmente aconteceriam em virtude dos maiores custos de captação.” (ALMEIDA, 2016, p. 118)

E arremata da seguinte maneira no rodapé: “Os empréstimos feitos por diversos governos latino-americanos que evitaram o ajuste estrutural na década de 70, notadamente o Brasil, se inserem nessa categoria de importação de capital facilitada pela flexibilização da lei norte-americana.” (ALMEIDA, 2016, p. 118)

do país que os emitia, os EUA. Essas contas foram inicialmente as das multinacionais americanas e logo dos bancos norte-americanos, que estavam então se encaminhando para a internacionalização de suas atividades, ambos muito satisfeitos de poderem pedir emprestado e emprestar, ao abrigo do controle das autoridades monetárias de seu país.” (CHESNAIS, 1996, p. 252 e 253)

Em resumo, a estratégia dos EUA de aprontar seu sistema financeiro para captar os dólares excedentes nos países da OPEP (impedindo inclusive que o papel fosse exercido pelo FMI) e destiná-los (sob juros) para cobrir os déficits externos nos demais países importadores de petróleo, impulsionou a moeda de vez como divisa internacional sem competidores. Adicionalmente, a conta capital, abastecida pelos juros cobrados dos bancos estadunidenses sobre seus empréstimos no exterior, passaram a contrabalancear os déficits gêmeos crônicos que o país vinha apresentando, como mencionei aqui.

Mas o sistema financeiro dos EUA não foi o único a ser inundado por petrodólares. Os chamados euromercados, que já vinham inflando admiravelmente, tomam de vez seu lugar na orquestra financeira mundial. Em um parágrafo, Chesnais nos oferece uma sintética cronologia:

“Em 1952, o mercado dos eurodólares movimentava aproximadamente 2 bilhões; em 1960, em valores líquidos, ainda não ultrapassava 4,5 bilhões. Pouco mais de doze anos depois, às vésperas da alta no preço do petróleo, em 1973, esse montante atingia 160 bilhões de dólares. A partir de 1973, a massa movimentada dobra a cada três anos até 1981, depois segue-se um período de estagnação, até retomar o crescimento, sob o impulso da liberalização monetária e financeira dos governos neoliberais. Bourguinat lembra, com propriedade, que, se os eurodólares participaram em mais de um terço da reciclagem dos 'petrodólares', também é verdade que seu crescimento fulminante teve uma ‘mãozinha’ das instituições, em duas ocasiões importantes. A primeira foi a supressão, em 1974, das regulamentações e impostos (em particular, o imposto de correção das taxas de juros) que, até então, isolavam um pouco os EUA e sobretudo freavam a arbitragem bancária entre o mercado interno do dólar e os euromercados. A segunda é o aumento do número de praças que constituem o mercado privado de liquidez dos fundos. Estas não se limitam mais à City de Londres e a Toronto. Alimentadas por fundos do petróleo, e mais tarde pelos lucros da produção e comercialização mundializadas de drogas (os ‘narcodólares’), as praças *off shore* (literalmente ‘longe do litoral’, enfatizando sua extraterritorialidade perante o controle dos bancos centrais) adquirem um papel cada vez maior. São as praças de Hong Kong, Bahrein, Cingapura, e também as Bahamas, as Ilhas Caiman e outros paraísos fiscais da antiga área da libra esterlina e da área do dólar.” (CHESNAIS, 1996, p. 253 e 254)

Mantive a citação de todo o extenso parágrafo por uma razão especial: as alegações sobre a desregulamentação dos mercados financeiros a partir da década de 1970 são muito eloquentes,

mas nem sempre são claros os meios pelos quais tal desregulamentação de fato se deu. O trecho - e também o livro - fazem uma enumeração importante destes passos legais, de práticas estabelecidas e dos vultos envolvidos. A obra, no entanto, é de 1996. Se por um lado oferece um panorama detalhado das decisões tomadas no âmbito das rodadas do GATT/OMC, da (des)regulamentações nas economias centrais desde Kennedy e Lyndon Johnson, passando pelo período Reagan/Tatcher e alcançando o Plano Brady, por outro lado não pode dar conta de algumas modificações superestruturais provocadas por alguns eventos supervenientes, tais como as sucessivas crises cambiais vividas em diversos países na segunda metade dos anos 1990 (a crise mexicana é alvo de comentários, mas não as dos países asiáticos, Rússia, Brasil e outros emergentes) e os ataques realizados em 11 de setembro de 2001 nos EUA. A resposta em termos de supervisão e controle (como as erigidas com o tratado de Basileia I, II e III), a instituição de unidades de inteligência financeira (como o COAF brasileiro) ou as regulamentações de fundos de mútuo e de pensão foram aprimoradas. Teremos a oportunidade de tratar de parte destes temas a seguir, porém, parece nítido que, ainda que os passos para rastreamento de fluxos financeiros e prevenção à lavagem de dinheiro tenham sido incrementados, de modo algum eles se contrapõem ou refreiam as “finanças concebidas como indústria” (para utilizar a expressão do próprio Chesnais). Ao contrário disto, países procuraram se estruturar para atuarem no novo contexto, lançando mão de estratégias como a esterilização de divisas para formação de fundos soberanos ou protegendo seus sistemas financeiros para evitarem a reversão de recursos orçamentários em operações de salvamento a instituições financeiras, como no exemplo brasileiro, através da criação de um fundo garantidor de crédito. Ambos os mecanismos só fazem robustecer e garantir liquidez ao circuito financeiro de valorização.

A esta altura, portanto, estava estruturado um mercado interbancário transnacional com altíssima liquidez, porém sem qualquer autoridade monetária supranacional que estabelecesse critérios para conter o multiplicador bancário, estabelecendo depósitos compulsórios ou critérios para liquidação de títulos, condições de alavancagem, etc. Ocorre que, num contexto opaco como este, *créditos geram depósitos*, e, não menos verdadeiramente, depósitos geram créditos. E já créditos de uma praça, geram depósitos noutra e vice-versa.

1.10. AUMENTO DOS JUROS AMERICANOS (1979)

Foi apenas durante a década de 1980 que a periferia se enredou definitivamente no circuito. Aproveitando a abundante oferta de crédito, diversos países emergentes optaram por se financiar com recursos externos a juros flutuantes na década de 70. Pressionado pela inflação decorrente dos choques do petróleo, que deteriorava o valor da moeda americana e punha sua adequação como divisa mundial sob julgamento, o FED resolveu aumentar as taxas de juros. A medida fez drenar aos EUA os dólares que inundavam os mercados. A escassez relativa restabeleceu o valor do dólar frente às demais moedas e arrastou o resto do mundo, em maior ou menor grau, para um ciclo de elevação de suas taxas de juros. Do ponto de vista do sistema financeiro internacional, Almeida (2016) conclui:

“...o principal efeito do aumento dos juros foi proporcionar aos capitais dispersos uma oportunidade significativa de autovalorização, concentrando em instituições financeiras especializadas parte significativa dos ganhos acumulados ao longo do crescimento econômico do pós-guerra. (...)

O choque dos juros produziu uma inversão completa dos resultados em transações correntes dos Estados Unidos. Embora a balança comercial se mantivesse negativa, e desse ponto de vista a situação tivesse piorado em função da imediata valorização do dólar, o saldo observado entre as rendas recebidas e pagas ao resto do mundo, nos quais estão incluídos os juros, teve um salto positivo de 50% em seu valor, garantindo que as transações correntes fechassem positivas depois de três anos sucessivos de fortes déficits (Fonte: NIPA – BEA). (ALMEIDA, 2016, p. 119)”

Se a transição à financeirização já estava avançada nas economias centrais, em particular nos Estados Unidos da América, a ponto de o resultado negativo na balança comercial ser mais que compensado pelo fluxo financeiro invertido naquele país, faltava a acoplagem dos países pobres ao sistema. E essa acoplagem se deu em dois atos. O primeiro foi a explosão dos juros das dívidas externas contraídas nos anos 1970 - que culminaram em transferências massivas dos recursos dessas economias aos seus credores estrangeiros. No Brasil o tormentoso episódio ficou conhecido como a crise da dívida externa e impôs esforços tremendos de exportação para que as divisas obtidas com o comércio internacional cobrissem as remessas a título de juros e amortizações. O salto dos juros foi tão imenso que boa parte das economias confrangidas do

terceiro mundo, mesmo tendo se voltado aos esforços de exportação, tiveram que decretar moratórias. O segundo ato, responsável por dar as boas-vindas definitivas ao bando dos rastaqueras ao clube, foi o Plano Brady:

“Como vimos, os principais credores nesse momento eram bancos norte-americanos. Para evitar que seu sistema bancário entrasse em colapso frente às dificuldades de seus devedores em cumprir com seus compromissos, o governo Reagan interveio decisivamente no processo de renegociação de suas dívidas. O modelo criado para apoiar os países devedores – que culminou, entre outros mecanismos, no Plano Brady – foi utilizado pela equipe norte-americana para exportar aos demais países o modelo de abertura econômica e livre fluxo de capitais que havia sido implementado nos Estados Unidos a partir da década de 1980. A adoção de tais medidas tornou-se uma condicionalidade para que os países pudessem entrar em processos de renegociação e obter novos empréstimos de salvamento por parte do FMI e do Banco Mundial. (GOWAN, 2003:75-77)

Além disso, o modelo de renegociação da dívida adotado alterou a estrutura das dívidas dos governos devedores. Os empréstimos contraídos até então eram de tipo convencional e bastante rígidos, vinculando diretamente os fundos e bancos que os concediam ao país tomador. No bojo do processo de renegociação, sob os auspícios do Plano Brady, esses empréstimos foram securitizados, ou seja, transformados em títulos públicos, que podiam ser renegociados em mercados secundários, permitindo aos credores buscar maior rentabilidade com tais títulos (ou reduzir suas perdas com eles).” (ALMEIDA, 2016, p. 120 e 121)

1.11. SECURITIZAÇÃO

O processo de securitização foi um artifício assaz relevante para dinamizar e inflar o setor financeiro e retirá-lo da condição de acessório dos projetos produtivos ou de infraestrutura. A modalidade convencional de financiamento com capitais de terceiros se estrutura com o intermédio de uma instituição financeira que capta de poupadores e empresta a investidores, sendo a instituição financeira responsável tanto pela restituição dos valores (eventualmente corrigidos) mantidos sob sua guarda aos poupadores, quanto ela própria configura-se como a credora dos investidores, assumindo os riscos de eventual *default* e apropriando-se dos juros incidentes. A criação de um mercado secundário para a negociação de recebíveis torna tanto o

ambiente negocial outrora inexistente quanto cada uma das operações mais líquida (já que pode ser negociada a qualquer tempo em função da condição dos partícipes do mercado secundário e das características da própria operação), assim atribui ao ativo que passa a ser negociável uma volatilidade no preço. Outro efeito é transferir da instituição financeira diretamente ao poupador o risco e a maior parte da remuneração (desintermediação). Com isso, propiciou-se a formação de gigantescos “condomínios” que embora possam ter em sua constituição partes insignificantes, oferecem ao gestor o poder de deslocar imensas quantidades de recursos com muita agilidade. Destaque-se, evidentemente, os fundos de mútuo e os fundos de previdência.

Abre-se, assim, um atalho capaz de dinamizar o setor financeiro calcado em dois polos: 1) na volatilidade de preços dos ativos, vinculada fundamentalmente às expectativas endereçadas a eles; e 2) na capacidade de observar alterações abruptas nas valorações desses ativos em função da imensa mobilidade do capital financeiro. Mais as características se acentuam quanto mais ágil são as operações, quanto mais disseminadas as informações e desinformações, quanto maior variedade de ativos é integrada, quanto mais participantes e recursos são despejados nesses mercados.

E nessa particular característica (a de derramar recursos e participantes nos mercados) a securitização das dívidas públicas nacionais cumpriu papel ímpar, responsável por dar liquidez e envergadura a um mercado mundial (completamente e cada vez mais integrado), além de passar a garantir níveis basilares de rentabilidade aos investimentos com a segurança de sempre poder extrair excedente via impostos para garantir a remuneração dos capitais.

Uma vez estabelecido este mercado com vulto e espalhamento portentosos, seu aprimoramento pôde dar-se sob vários aspectos: no nível operacional (segurança, agilidade e transparência das operações); na variedade de ativos negociados; na atração de recursos e participantes.

A evolução assistida nas operações envolve a digitalização e autenticação das ordens, o imediatismo da publicação das informações, a instauração de clearings, inovações de aspectos de regulação e uma série de outras transformações, em boa parte, vinculadas às possibilidades oferecidas pela revolução comunicacional e computacional.

Amparados pelas negociações de instrumentos tradicionais como ações e debêntures, a seguir incrementados pelo jorro de títulos públicos e pela possibilidade de especular com câmbio, uma série de outros produtos passaram a ser negociados e, hodiernamente, a profusão de instrumentos parece ter como restrição apenas a criatividade humana. Se securitiza recebíveis, seu oposto - o risco de sinistros, toda sorte de derivativos, para finalidades e com prazos diversos. Os ativos financeiros nem sempre estão ancorados em operações reais. Não é necessário se ter um boi gordo, nem sequer que esse bovino exista para se firmar um contrato futuro de boi gordo. Mas não se pode afirmar que um derivativo não impacte a economia real. Por exemplo, que o preço futuro de petróleo não influa no valor de uma refinaria. Ou que os futuros de café ou soja não influenciem na escolha da commodity que será cultivada. Já outros ativos securitizados lastreiam-se em operações reais. Porém, sua negociação não está univocamente amarrada à operação que a subjaz, pois uma determinada posição pode ser revertida muito mais rapidamente do que a realização efetiva dos fluxos futuros de renda que se espera obter com aquele ativo (por exemplo, dividendos distribuídos a acionistas de uma S.A.). Importa, neste caso, exatamente a volatilidade do preço deste mesmo ativo, cuja negociação implica em perdas ou ganhos vinculados a sua (des)valorização instantânea.

Do ponto de vista de atração de partícipes e recursos poder-se-ia listar diversos acontecimentos que favorecem a pujança do mercado financeiro, em especial do mercado de capitais. Em primeiro lugar a quantidade de produtos financeiros posta à disposição dos agentes econômicos (sejam indústrias, entes públicos, pessoas físicas...). A facilitação do acesso a esses produtos poderia ser reivindicada. Também a própria financeirização tem seu efeito multiplicador. Note que há ativos como o CDB, que podem servir de margem para uma operação com derivativos. Este certificado tem como contrapartida um depósito bancário, que por sua vez pode ser fruto de algum crédito pessoal, o qual também pode ser securitizado e negociado no mercado interbancário, por exemplo. Todos esses elementos são desenhos do ambiente econômico (que se adapta à fase de refreamento da valorização do capital na esfera produtiva) que são acompanhados de modificações dos hábitos e estratégias das pessoas (seja na vida privada ou corporativa). Mas, vale focalizar um pouco mais pormenorizadamente nas modificações implementadas no campo das previdências sociais a fim de descrever o gênero de inovações institucionais e culturais que acompanharam as transformações narradas.

1.12. O CASO ESPECIAL DOS REGIMES PREVIDENCIÁRIOS

O desenho típico dos sistemas previdenciários, grosso modo, era o de um fundo formado pela contribuição bipartite entre trabalhadores e patrões que se destinaria a prover rendimentos básicos para os empregados, em razão de eventual impossibilidade de subsistirem a partir de seu próprio trabalho, decorrente de invalidez ou senilidade. O princípio da solidariedade intergeracional pretendia resumir a particularidade de que o usufruto dos proventos não dependia do montante recolhido a título de contribuição. Tampouco se restringia o direito ao recebimento em função da longevidade. Ou seja, é possível realizar o cálculo atuarial com base na expectativa de vida populacional, sabendo-se que haverá os que contribuirão e jamais usufruirão do benefício por morrerem mais jovens, outros que contribuirão menos e, por eventualmente serem mais longevos, poderão perceber rendimentos por mais tempo, de maneira que as regras induzam a equalização entre tempo de contribuição e recebimento médios. O mecanismo de diluição de risco é o mesmo consagrado pela indústria de seguros (entre outras), sendo especialmente efetivo em razão da enorme base de contribuintes-beneficiários. A complementação semântica oferecida pelo vocábulo *intergeracional*, diz respeito ao fato de que os recursos angariados por uma geração podem ser destinados ao usufruto de outra. Este tipo de regime costuma ter como fiador o próprio Estado, de sorte que, eventual *débâcle* do fundo passava a ser garantida com recursos de tributos (no caso específico brasileiro o oposto também se deu: os superávits do sistema foram desvinculados e destinados a fins diversos). Desta maneira, a aposentadoria era concebida como direito.

O movimento percebido em diversos países foi o de estrangulamento dos proventos dos aposentados e aposentadas, aliado à possibilidade de suplementação da renda por intermédio de fundos de previdência. É um percurso gradual e ainda inacabado que procurou constranger a aposentadoria à moda antiga - tornando cada vez mais restritas as condições de acesso e menos fartos os proventos. A alternativa concomitante é a adesão a regimes de capitalização diversos (PGBL, VGBL, fundos corporativos, etc.) - cuja estruturação faz a aposentadoria assemelhar-se muito mais a investimentos de longo prazo do que a um direito. O recebimento está, geralmente, vinculado ao montante de contribuição individual⁴⁹.

⁴⁹ O relatório da consultoria McKinsey em que registra um balanço patrimonial das principais economias do mundo, registra a diferença entre regimes a fim de referendar, ou não, sua contabilização como ativos financeiros: “Household financial assets in Australia and the United Kingdom consist predominantly of pensions, with assets of

Assiste-se a uma profusão de produtos financeiros destinados a prover rendimentos ou patrimônio na velhice e à formação de imensos fundos de pensão que denotam a mudança comportamental e institucional geração após geração. O caso das transformações dos regimes previdenciários não foi único, mas foi emblemático como episódio de drenagem de grande volume de recursos provenientes da poupança de pessoas que talvez jamais viessem a participar diretamente do mercado de capitais. Se, por um lado, os mercados se robustecem com a afluência destas rendas, por outro, comprometem os trabalhadores, que passam a ter seus destinos vinculados aos bons resultados dos fundos investidos.

1.13. ILUSTRAÇÃO: DADOS SOBRE TELA

A consultoria McKinsey vem publicando estudos que, sob certo enfoque, pretendem ser um panorama da economia mundial. Seu relatório de 2022 é intitulado de *The rise and rise of the global balance sheet*⁵⁰ e tem como subtítulo o complemento *How productively are we using our wealth?* O trabalho centra-se na mensuração e análise de uma espécie de balanço patrimonial do mundo⁵¹ tri-particionado sob os seguintes grupos: ativos reais, ativos financeiros em poder do setor financeiro e ativos financeiros em poder do setor não financeiro. Qualquer ativo financeiro tem como contrapartida necessária uma obrigação financeira e a extinção de uma está atrelada à extirpação de seu contrário. É o caso de um financiamento imobiliário, por exemplo (ativo financeiro em poder do setor financeiro) que tem como contrapartida uma obrigação como uma hipoteca (ainda que garantida por um ativo real, difere deste). A extinção de ambos se dá, via de regra, com os pagamentos/recebimentos de múltiplas parcelas. Já um depósito (passivo financeiro

1.8 times and 2.0 times GDP, respectively. Notably, the household sectors of Canada, Sweden, and the United States also have pensions valued at more than one times GDP, a result of the funded pension systems prevalent in these countries. The pay-as-you-go pension systems in France and Germany, by contrast, are not counted as part of national balance sheets because they are considered a public obligation funded out of recurring government revenue (payroll taxes) rather than constituted from financial assets and liabilities.” (MCKINSEY, 2021, p. 54)

⁵⁰<https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/the-rise-and-rise-of-the-global-balance-sheet-how-productively-are-we-using-our-wealth>

⁵¹ “National balance sheets measure financial assets, liabilities, real assets, and net worth as the sum of all assets minus liabilities in the household, government, nonfinancial corporate, and financial sectors. Financial assets and liabilities include all types of financial instruments like savings accounts and bank deposits, fixed-income securities like bonds, equity, pension assets, and derivatives (but not pay-as-you-go pension systems). Real assets include natural endowments like land and natural resources, which are not the result of a production process, as well as produced assets like dwellings and buildings, infrastructure, machinery and equipment, precious metals, and intellectual property products, which are also referred to as intangible assets.” (MCKINSEY, 2021, p.2)

em poder do setor financeiro), estabelece automaticamente um haver por parte do depositante. Ao extrapolarem os muros setoriais, os ativos financeiros seguem sempre se fazendo acompanhar de um passivo de valor correspondente. Pense-se numa ação (simultaneamente um ativo para seu detentor e passivo para a corporação emissora). Já aos ativos reais (assim considerados prédios residenciais e não residenciais, terra, maquinário, estoques, propriedade intelectual e outros intangíveis, reservas minerais, instalações de infraestrutura⁵², etc.) corresponderia, no polo passivo, o que os autores denominam patrimônio líquido. Os ativos reais podem estar em poder das famílias, governos, corporações financeiras ou não-financeiras. São criados mediante investimentos, depreciados e, eventualmente, extintos.

As mensurações estão feitas, quase sempre, em valor corrente e são, muitas vezes, expressas como múltiplo do PIB - este, obviamente, também tratado em valor corrente. Considera-se dados de um conjunto de 10 países, que correspondem à maior parcela do PIB mundial⁵³, contudo, muitas vezes são tentadas extrapolações para a economia internacional como um todo.

A primeira constatação geral é que cada uma das tripartições estabelecidas corresponde a cerca de uma terça parte do estoque de ativos e de passivos existentes. Reproduzi aqui o esquema didático da própria publicação⁵⁴. Mas a ideia de como se alcançou esta figura, dando ênfase ao movimento ao longo do tempo, só é dada por uma série histórica, também muito bem ilustrada na figura construída pela McKinsey⁵⁵ e aqui reexposta. Nesta série temporal é possível notar que em 1970 os ativos reais somavam o equivalente a 3,9 vezes o valor do PIB (46,99% dos ativos); os ativos financeiros em poder de instituições financeiras⁵⁶ representavam 1,9 vezes o PIB e os ativos financeiros fora do sistema financeiro equivaliam a 2,5 vezes o PIB. Somados, todos os ativos financeiros praticamente se equiparavam aos ativos reais: 4,4 vezes o PIB ou 53,01% do total de ativos. No começo da década de 1980, a economia real parece ter galgado espaço, pois os ativos reais aumentam sua participação no estoque total. A corrida completa até o ano de 2020 deixa claro, contudo, que os ativos financeiros só vão ganhando importância frente aos reais.

⁵² A consultoria não contabiliza bens duráveis nem itens como capital humano ou natural.

⁵³ “this research examines the balance sheets of ten countries representing more than 60 percent of global income: Australia, Canada, China, France, Germany, Japan, Mexico, Sweden, the United Kingdom, and the United States.” (MCKINSEY, 2021, p.2)

⁵⁴ Extraído de MCKINSEY, 2021, p.5.

⁵⁵ Extraído de MCKINSEY, 2021, p.68.

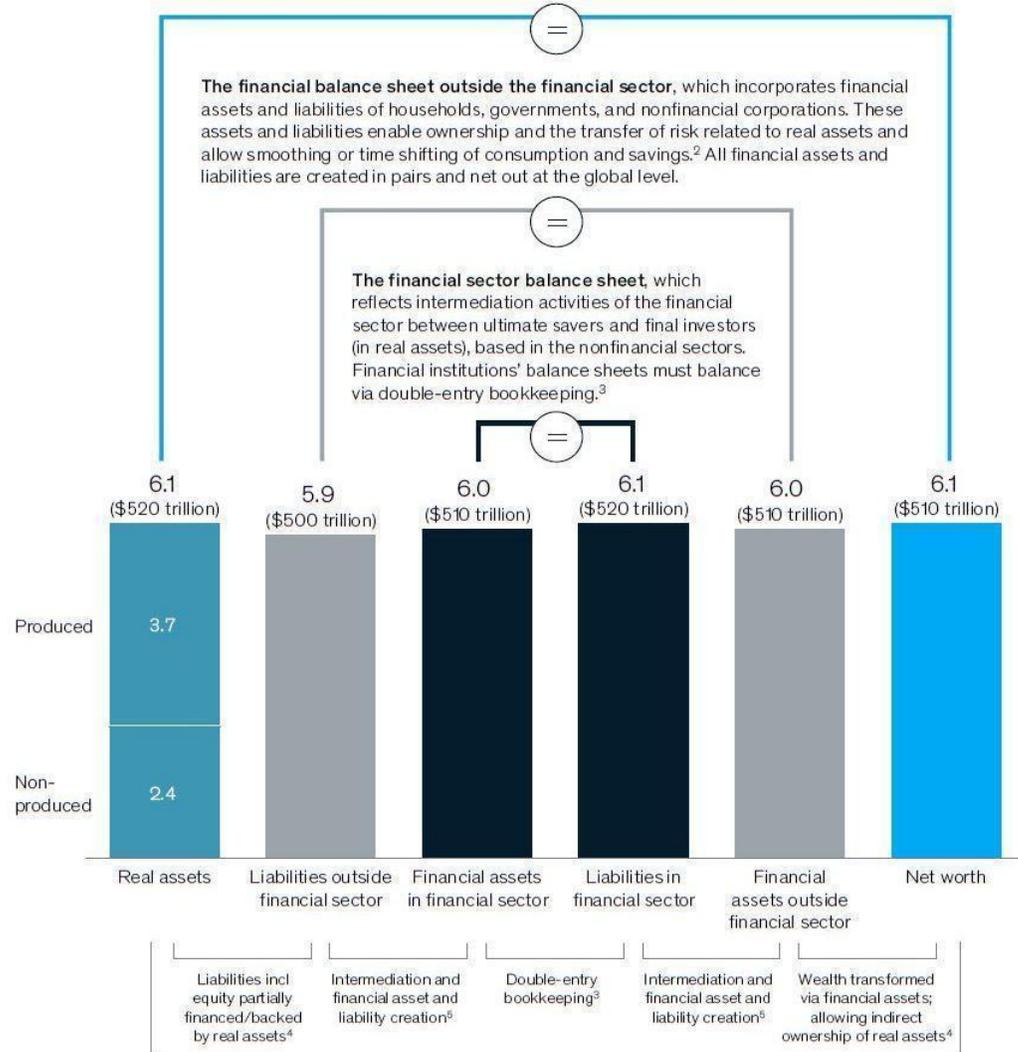
⁵⁶ “Financial corporations, which include central banks, banks, insurance companies, asset managers, mutual funds, pension funds, and real estate investment trusts, intermediate funds between lenders and borrowers.” (MCKINSEY, 2021, p.62)

The global balance sheet can be interpreted as three interlocking balance sheets of about \$500 trillion each.

Balance sheet components, 2020, GDP multiple

Simplified

The **real economy balance sheet**, where savers and investors accumulate real assets and thus wealth. In a world without finance, real assets and wealth are identical—for example, someone accumulates wealth by building a house.¹



Wealth ultimately transformed into real assets (directly or via corporate equity ownership); real assets serve as store of wealth⁵

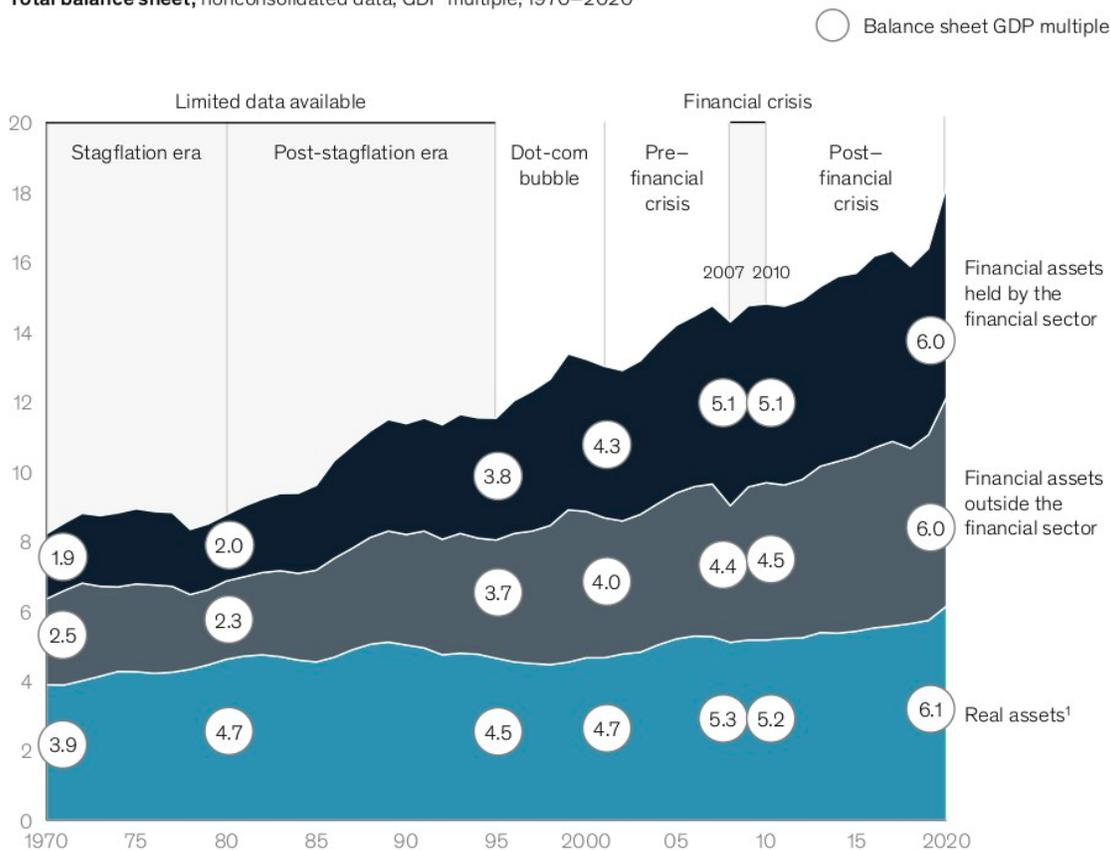
- Globally, assets equal liabilities (and net worth) within each of the three levels shown; small deviations are due to the collective rest-of-world position across the ten countries in our sample.
- Consumption smoothing refers to saving and borrowing to maintain an even level of consumption over time.
- Financial sector double-entry bookkeeping includes real assets; for that reason, as well as due to asymmetric valuation changes on assets and liabilities, liabilities are not perfectly equal to financial assets.
- Not all real assets have a financial liability against them (eg, house without a mortgage), and not all liabilities are asset backed (eg, student loans). Historically, liabilities have been much smaller than real assets.
- Not all financial flows are intermediated by the financial sector (eg, direct equity ownership), and there are financial assets and liabilities only within the financial sector.

Note: The global average is an extrapolation derived from a weighted average of ten countries based on GDP. Figures may not sum to 100% because of rounding.
Source: CEIC; Federal Reserve Board; national statistics offices; OECD; World Bank; McKinsey Global Institute analysis

Figura 6: COMPONENTES DO BALANÇO PATRIMONIAL GLOBAL (MCKINSEY, 2021)

Over the past 50 years, the global balance sheet has increased faster than GDP, with the most rapid growth occurring over the past decade.

Total balance sheet, nonconsolidated data, GDP multiple, 1970–2020



1. From 1970 to 1999, net worth is used as a proxy for real assets given limited data availability.

Note: The global average is an extrapolation derived from a weighted average of ten countries based on GDP. Financial data begin at different years: United States, Japan, 1970; United Kingdom, 1986; Australia, 1988; Canada, France, Germany, Sweden, 1996; China, 2000; Mexico, 2003.

Figura 7: SÉRIE TEMPORAL: ATIVOS GLOBAIS COMO MÚLTIPLA DO PIB (MCKINSEY, 2021)

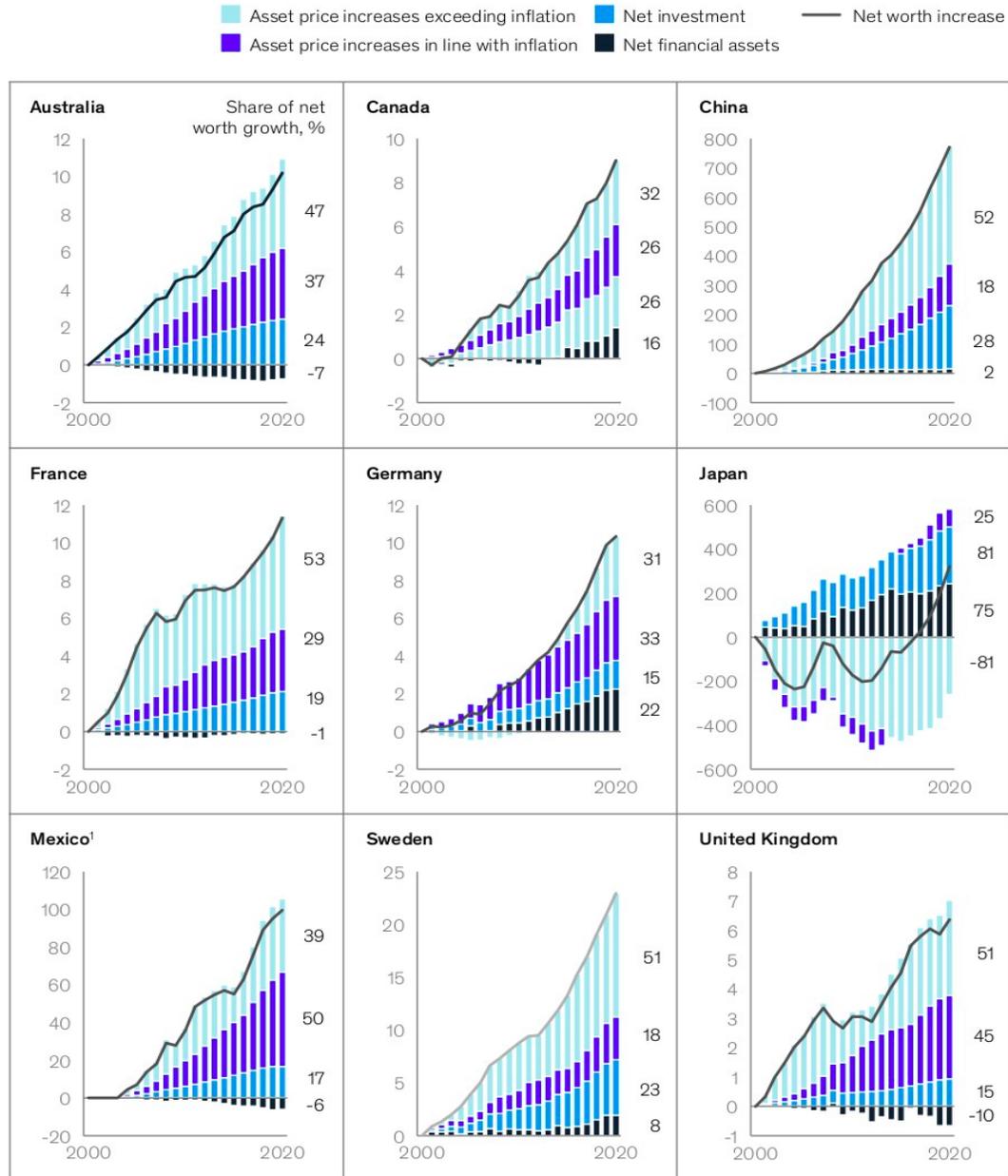
Ocorre, todavia, que, mesmo tendo diminuído sua participação sobre o montante total de ativos, os ativos reais que, em 1970 equivaleriam a 3,9 vezes o PIB passaram a corresponder a 6,1 vezes o PIB. O olhar mais acurado, no entanto, informa que o estoque de capital avança em linha com o crescimento da renda. Ou seja, o aumento percebido no valor do quociente PL/PIB parece não decorrer dos novos investimentos⁵⁷ e sim da valorização destes ativos para além da inflação. O quadro geral nos países amostrados pelo estudo está resumido nas duas figuras a seguir:

⁵⁷ “Before the turn of the century, the growth in net worth at the global level had a relatively stable relationship to GDP growth (Exhibit 25). Given the sluggishness of global GDP growth since 2000, it would be reasonable to expect that net worth would also have tepid growth (...)

There were a few notable deviations from the overall flat trend of ratios of net worth to GDP prior to 2000. In the late 1970s and early 1980s, Canada, France, the United Kingdom, and the United States experienced double-digit inflation rates. Our analysis of the United States shows that construction costs rose beyond general inflation, driving up prices of structures and pushing net worth up relative to GDP. In the United States, net worth relative to GDP declined throughout the 1980s, as high interest rates curbed inflation” (MCKINSEY, 2021, p.68 e 70)

Price changes across countries account for 59 to 96 percent of net worth growth from 2000 to 2020, with the exception of Japan.

Net worth growth from asset price increases, net investment, and net financial assets, local currencies, trillion



1. Mexico's data begin in 2003.
 Note: Different scales reflect different countries' currencies. Figures may not sum to 100% because of rounding.
 Source: CEIC; Federal Reserve Board; IHS Markit; national statistics offices; OECD; World Bank; McKinsey Global Institute analysis

Figura 8: MUDANÇAS DE PREÇOS DOS ATIVOS REAIS (MCKINSEY, 2021)

A óbvia exceção é o caso do Japão, cujo aumento de valor dos ativos reais está vinculado à formação de mais ativos em razão do investimento líquido, sendo a valorização dos ativos existentes acima da inflação, em verdade, negativa. Outro país em que o resultado do crescimento do PL frente ao PIB deve-se menos a inflação de preços dos ativos reais acima da inflação geral

do que a outros fatores são os Estados Unidos, cuja curva de valor dos ativos reais é desenhada da seguinte maneira:

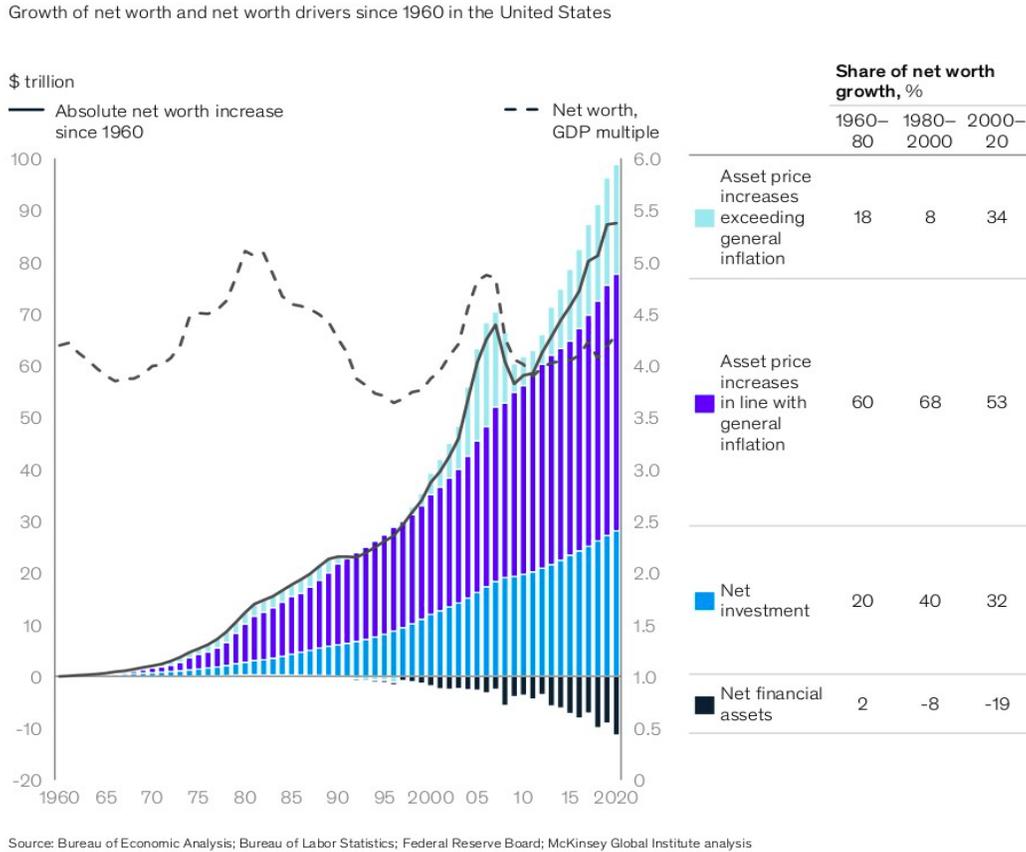


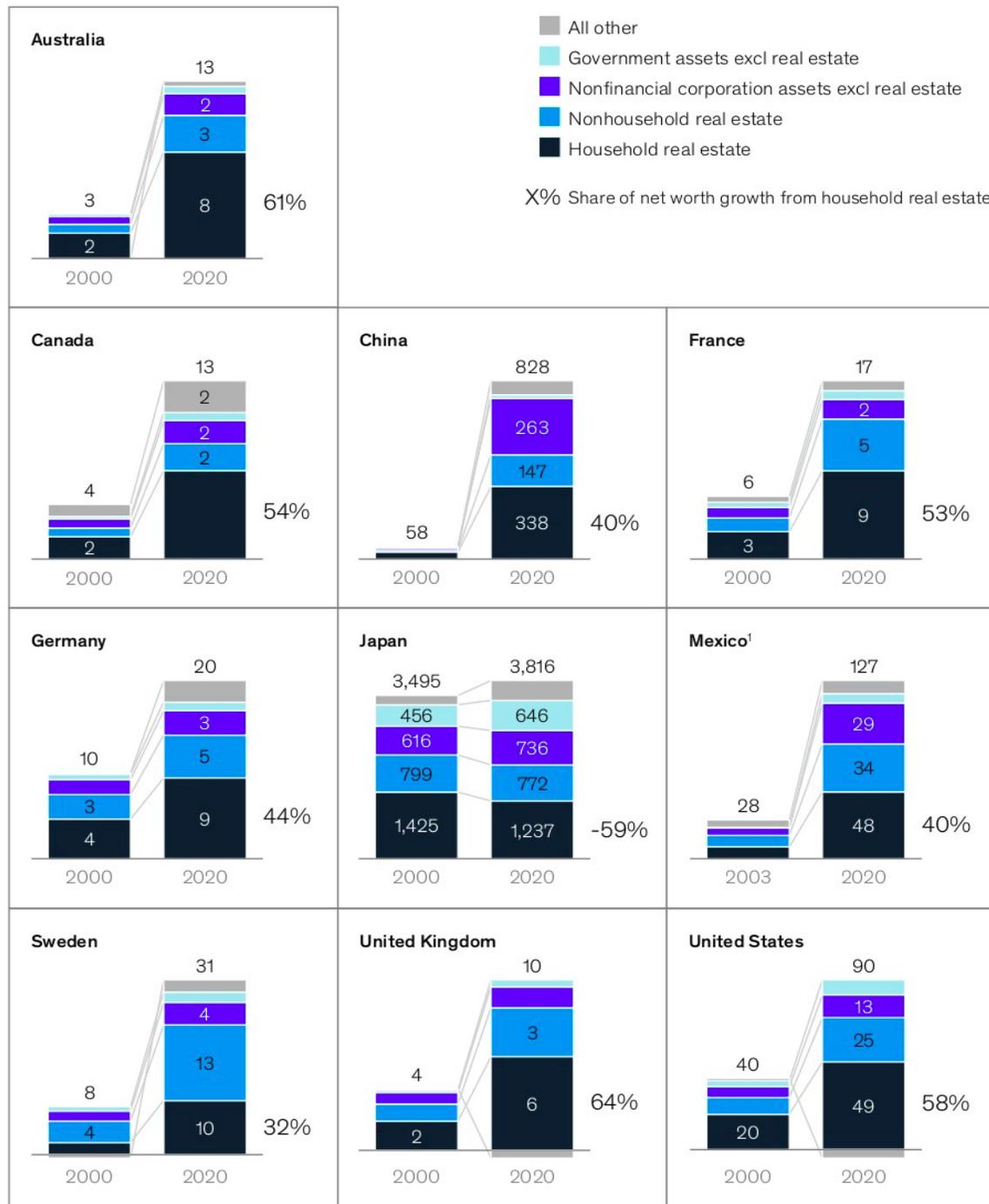
Figura 9: MUDANÇAS DE PREÇOS DOS ATIVOS REAIS (EUA) (MCKINSEY, 2021)

O resultado consolidado é assim comunicado:

“Over the past two decades, net worth has primarily grown as a result of price increases of real assets, rather than through accumulating saving and investment.

Globally, we estimate that somewhat less than 30 percent of net worth growth in absolute terms was driven by net investment, while roughly three-quarters was driven by price increases. These price increases can be further broken down to 34 percent, which moved in line with general consumer price inflation, and 43 percent, which grew in excess of general inflation.” (MCKINSEY, 2021, p. 73)

Net worth growth by asset type across countries, 2000–20, local currencies, trillion



1. Mexico data begin in 2003.

Note: Not to scale. Figures may not sum to 100% because of rounding.

Source: CEIC; Federal Reserve Board; national statistics offices; OECD; World Bank; McKinsey Global Institute analysis

Figura 10: VALORIZAÇÃO DOS ATIVOS REAIS POR TIPO (MCKINSEY, 2021)

Acresce ainda que, dentre os ativos reais que mais inflaram seus preços, tendo sido responsáveis pela maior parte do incremento desta classe de ativos, estão, em primeiro lugar, os imóveis

residenciais, seguidos por imóveis públicos ou comerciais e terrenos. Observa-se certas discrepâncias entre os países e, mais uma vez, o grande *outlier* é o Japão. Em resumo, segundo essa mensuração, o aumento de valor dos ativos reais relativamente ao PIB, que poderia ser interpretado como sintoma da pujança da economia real nos anos mais recentes, pouco tem a ver com aumento da capacidade produtiva e com a formação bruta de capital e sim uma valorização do estoque existente, muito especialmente de construções e terra.

Após constatar a relevância dos imóveis para a valorização dos ativos do setor real, o estudo se debruça sobre as razões do aumento de preço no setor imobiliário para além da inflação. Revela que, historicamente, exceto por episódios muito específicos, o preço da moradia teve comportamento similar ao da inflação geral de bens⁵⁸. A anomalia histórica teria se dado já neste século - a partir do ano 2000. E especula que o movimento ascendente dos preços poderia dever-se ao aumento dos aluguéis e redução da taxa de retorno do setor (*rental yields*). Ora, essas variáveis são antes consequências que causas do aumento do valor dos imóveis - os aluguéis sendo, via de regra, um percentual mais ou menos constante do preço do imóvel e a taxa de retorno tendo o preço do imóvel como *input* para cálculo no seu denominador. O estudo também faz considerações a respeito da inelasticidade da oferta típica do setor, a qual dificultaria um ajuste de preço via aumento da produção, em especial nas grandes cidades. Sem dúvida são reflexões de relevo, contudo, a solução mais importante para o enigma é dada quase displicentemente em poucas linhas nos seguintes termos:

“Rental yields are a proxy for capitalization rates, which are more commonly used in the real estate industry to determine the value of real estate given expected rental income streams. Capitalization rates are primarily driven by long-term interest rates but are also a function of expected rent growth, ease of financing, the tax environment, and investment substitutes. In addition, expectations about price appreciation in housing

⁵⁸ “Data from Nobel laureate Robert Shiller cover US home prices over the past 130 years. Inflation-adjusted home price figures show that for much of that period, home prices largely moved in line with goods price inflation—in other words, real home prices were flat—with two exceptions: beginning in and immediately following World War II and beginning in the late 1990s and continuing through 2006.

(...)

An even longer-term view of home prices focuses on the Herengracht canal in Amsterdam. This perspective was originally developed by Piet M. A. Eichholtz in 1996 and refined in 2012. It covers home and rent prices along the canal from 1650 to 2005. Similar to the long-term US real home price index, home prices on the Herengracht canal have largely moved in line with inflation over time, and rent prices have largely moved at the same pace as home prices. While swings in home prices and the rent/price ratio do occur, even for decades at a time, home prices have historically always reverted to the mean relative to rent and overall inflation.” (MCKINSEY, 2021, p.79)

markets tend to be extrapolative, potentially leading to values difficult to justify by fundamentals.“ (MCKINSEY, 2021, p.80)

(...)

“Net worth growth is increasingly driven by asset price increases that exceed goods price inflation, which in turn has caused net worth to deviate from a long-term trend of growing in line with GDP. This is consistent with declining interest rates — and hence discount rates — that have made it cheaper to finance purchases of real estate and other assets and so have played a role in driving up prices.” (MCKINSEY, 2021, p.84)

Com efeito, após o drástico e pedagógico episódio da crise mundial de 2008, cujo epicentro foi exatamente o setor imobiliário, não poder-se-ia relevar o papel das facilidades de financiamento e da negociação de títulos derivados de financiamentos imobiliários para a flutuação dos preços dos ativos reais. Portanto, a consultoria acerta ao classificar os imóveis residenciais como ativos ao invés de tomá-los como bens de consumo simplesmente. Talvez se equivoque ao não captar os efeitos sobre outros itens considerados meros produtos, mas que estão submetidos a circuitos de valorização e desvalorização similares: veículos, por exemplo.

A eloquência da *crise do subprime* foi tal que suas causas e efeitos foram vastamente exploradas em artigos, livros, filmes, séries televisivas, ensaios, etc., donde se fartou de noticiar e destrinchar os mecanismos de formação da bolha imobiliária. Assim se desenhou a dinâmica de um mercado de financiamento a longo prazo, contexto no qual, muitas vezes, os tomadores olham menos para o preço do bem do que para a capacidade de pagar as parcelas (na qual estão embutidas taxas, amortizações e juros). Acontece que, uma vez adquirido um imóvel num mercado superaquecido, com condições de financiamento exacerbadamente favoráveis e com a supervisão leniente exigida pelo império das metas cada vez mais auspiciosas das instituições financeiras, mesmo que ainda hipotecado, o adquirente tem a oportunidade de oferecer em garantia para novas operações o antigo imóvel, já cotado a preços estratosféricos. Essa garantia supervalorizada desbloqueia linhas de crédito ainda mais robustas. A ciranda é viável até o momento em que os fluxos de pagamento rateiam. A resposta sistêmica é a da execução de garantias e a resposta do cliente é: - *Pois execute!* É então que se evidencia que o valor atribuído à representação financeira do bem está a um abismo de distância dum preço praticável para aquela mercadoria frente às demais mercadorias adquiridas cotidianamente. Seja qual for o processo por trás, o fato

é que os imóveis foram efetivamente negociados a preços elevadíssimos. E também subsidiaram operações financeiras de grande vulto.

A unicidade de que goza este fato histórico pelo impacto causado não o acompanha no que diz respeito às operações às quais os ativos subjacentes estão sujeitos. Todo o tempo, as operações baseadas em expectativas na esfera financeira, arrastam pra cá e pra lá os preços dos ativos reais. E é isso que a sequência do estudo da McKinsey auxilia a desvendar. O capítulo 4 inicia-se com uma anúncio e duas dúvidas:

“Our research finds that valuation gains in real assets have delivered unusually high returns over the past two decades, coming close to or exceeding operating returns in several economies, even after accounting for inflation. This may encourage investors to seek asset price increases rather than more traditional benefits from operating assets such as machinery. What role do real assets play in driving today’s global economy? Do the operating returns they deliver justify the higher values they have attained?” (MCKINSEY, 2021, p.87)

O trabalho discute diversas implicações deste fenômeno (tais como a participação da renda do trabalho nos produtos nacionais, seriamente determinadas pela produtividade do trabalho e pelo nível de ativos produtivos na economia) e haveria outras mais a discutir (como a própria expansão da capacidade produtiva que não pode se dar com a mera mudança contábil do valor, mas sim com o incremento físico da base produtiva vinculada a ativos como maquinário, a propriedade intelectual, descoberta de jazidas, etc.). Porém, para os fins desta dissertação, nos será bastante o vaticínio alcançado pela consultoria que informa que:

“Returns resulting from the operations of real assets, which we calculate as net operating surplus divided by the value of produced assets and land, have declined in the ten sample countries by an average of 26 percent since 1970, from 4.5 percent in 1970 to 3.3 percent in 2020. Between 2006 and 2020, average operating returns declined by 18 percent. Operating returns decline even further, by 28 percent, if the United States, where returns remained strong, is removed from the data. At the same time, valuation gains exceeding inflation have reached 50-year highs over the past 20 years (apart from the collapse in price growth during and immediately following the 2008 financial crisis), even exceeding operating returns in some years” (MCKINSEY, 2021, p.89)

1.14. VERSÃO BRASILEIRA

Embora a economia brasileira não esteja contemplada no rol de países estudados pela McKinsey, a condução da gestão da economia real em função dos imperativos do setor financeiro é também observada, como se pode esperar. Miranda (2013) dedica seu trabalho a investigar os efeitos das mudanças de ambiente de negócios na gestão das empresas brasileiras - centrando sua análise nas companhias não financeiras listadas em bolsa - e, por conseguinte, trata da própria economia nacional. Além de esmiuçar o contexto macroeconômico de cada período e a cronologia das mudanças legais ou regulatórias que concorreram para consolidar nosso robusto mercado financeiro - particularmente o mercado de capitais - o autor desenvolve uma série de medidas que visam a testar se as empresas estudadas teriam se financeirizado.

No que diz respeito ao âmbito histórico e institucional, além de um esforço muito mais pormenorizado do que empreendi aqui e do foco estrito na dinâmica brasileira, afortunadamente, seu trabalho corrobora e aprofunda o que procurei descrever até agora. Parece-me oportuno, contudo, sublinhar um aspecto importante, que adiciona ao caso brasileiro capítulo não contado neste nosso breve recorrido histórico: o fato de a economia brasileira ter sido assolada por um processo hiperinflacionário que extrapolou a duração de um decênio obrigou as empresas (e demais atores econômicos) a buscarem subterfúgios para lidar com a desmedida da nossa reserva de valor e unidade de conta. Várias soluções imprimiram um caráter precoce de abertura à financeirização das corporações na economia nacional⁵⁹. Não é de se surpreender que, num ambiente hiperinflacionário os ganhos operacionais dividam espaço com receitas financeiras advindas de uma série de práticas vinculadas a indexação de preços, postergação de liquidações, negociação de prazo com fornecedores, barganhas em dissídios com empregados, etc. Para além das práticas comerciais, a internalização de ativos financeiros variados que buscavam, simultaneamente, preservar o patrimônio e ensejar receita financeira abundou.

⁵⁹ “Este processo foi conduzido pelo aumento do endividamento do setor público e pela indexação dos títulos. Dado o baixo risco destes títulos e sua liquidez elevada, em um ambiente de alta incerteza, as atividades financeiras tornaram-se mais atrativas do que as produtivas e a taxa de juros destes títulos tornou-se o balizador da atividade produtiva. Então, à medida que a rentabilidade das atividades produtivas não acompanhava a taxa de crescimento e a rentabilidade dos títulos indexados, ocorria uma transferência da riqueza do setor produtivo para o financeiro (Belluzzo e Almeida, 2002).” (MIRANDA, 2013, p. 61)

“Ao longo da década de 1980 este comportamento pôde ser observado pela demanda crescente por títulos públicos, os quais atendiam ao interesse patrimonial dos agentes econômicos, e pela redução da demanda por moeda não indexada (depósitos à vista e a prazo). Assim, houve um aumento do M2 e uma queda do M1 em relação ao PIB. De 1985 a 1989 a participação dos títulos públicos no PIB tornou-se maior que a participação dos depósitos de poupança, sendo esta diferença mais significativa em 1989, quando a primeira foi de 13,9% e a segunda foi de 8,1% (tabela 2). Portanto, ocorreu um processo de transferência da riqueza dos depósitos tradicionais para os títulos públicos, principalmente os indexados e de prazos mais curtos, que foi intensificado pelas inovações financeiras, como discutido por Fernandes (2009).” (MIRANDA, 2013, p. 59)

Não convém ampliar demasiadamente a narração do vasto caminho de adaptação da economia brasileira ao ambiente hiperinflacionário, do qual a instituição do *overnight* é um desses mecanismos de difícil assimilação para os economistas estrangeiros e aos brasileiros jovens. Basta-nos aceitar a carona da detalhada tese de Miranda e registrar como o período impôs relevância aos ganhos financeiros e preparou as empresas brasileiras para o porvir⁶⁰.

Do ponto de vista dos indicadores utilizados por Miranda (2013) para avaliar a financeirização das empresas estudadas, nos será suficiente mencionar suas hipóteses e achados, oferecendo um sobrevoo nas métricas estruturadas em conformidade com a literatura precedente. Logo no primeiro capítulo formula uma discussão sobre o que seria a financeirização e que sintomas traria consigo. Tenho tratado o fenômeno aqui, talvez, de maneira ligeiramente distinta, porém não conflitante. Por ora, deixemo-no enunciar:

“...a financeirização é o novo regime de acumulação da economia, definido pela subordinação das atividades produtivas ao interesse do capital financeiro. A adoção da maximização da riqueza do acionista como modelo de governança é uma das dimensões desta nova forma de acumulação, que afeta a gestão das empresas. Sob este modelo de governança, as empresas passam a focar o crescimento de curto prazo, relacionado a seu valor no mercado de capitais, em detrimento do crescimento de longo prazo via investimentos produtivos, o que restringe o crescimento econômico do país. Esta estratégia afeta sua estrutura patrimonial, elevando sua fragilidade às mudanças adversas

⁶⁰ “Como apontado por Belluzzo e Almeida (2002), na década de 1980 observou-se um crescimento da participação do lucro não-operacional ou financeiro no lucro líquido, dos ativos financeiros no ativo total (de cerca de 7% em 1978-1980 para 12,5% em 1981-1989) e da margem de lucro, a qual foi de 35% no período.” (MIRANDA, 2013, p. 65)

nas expectativas dos preços dos ativos, financeiros e de capital, e da taxa de juros. Portanto, a financeirização possui impactos microeconômicos, traduzidos pelo padrão de financiamento e pela estrutura financeira das empresas, que resultam em efeitos macroeconômicos.” (MIRANDA, 2013, p. 11)

A partir deste diagnóstico o autor contextualiza o arcabouço superestrutural - muito particular e detidamente as políticas de governança corporativa com foco na proteção dos acionistas minoritários, estimulada pelos órgãos reguladores e pela própria Bolsa (então ainda BOVESPA - política acentuada pela B3). A seguir, passa a testar se houve modificação nos níveis históricos de alguns indicadores, que começo a relacionar.

Constata que houve significativo incremento da distribuição de dividendos em detrimento do reinvestimento dos lucros⁶¹. Defende que a prática significa foco na gestão de curto prazo, com efeitos negativos sobre os projetos de longo prazo da empresa. *Pari passu* com este mecanismo, se daria a opção por ativos mais líquidos em prejuízo dos imobilizados ou ativos permanentes⁶², sobretudo em momentos de maior turbulência. Estas escolhas administrativas visariam a melhorar uma série de índices de rentabilidade largamente utilizados para balizar decisões de investimentos por parte de investidores institucionais ou mesmo pessoas físicas assessoradas por suas corretoras: ROE, ROA, EBITDA, etc.⁶³. Colateralmente sacrificaria os investimentos em atividades fim que apresentassem prazo de maturação mais dilatado. O fenômeno tomado agregadamente, significaria uma redução de marcha na formação de novos ativos reais e consequente expansão da capacidade produtiva - em consonância com os achados da McKinsey.

⁶¹ “Segundo Lazanock e O’Sullivan (2000), estes novos princípios de gestão se concretizaram em uma mudança da estratégia de ‘reter e investir’ para ‘downsizing e distribuir’.” (MIRANDA, 2013, p. 38)

⁶² “Estes efeitos sobre o imobilizado também foram observados pela redução de sua participação no ativo total ao longo de todo o período, passando de 46% nos anos 1995-1997 para 32% em 2007-2008 (tabela 11). Em contraposição, as empresas se tornaram mais líquidas, havendo um aumento da razão ativo circulante/ativo total, que passou de 35,3% em 1995-1997, para 46,8% em 2007-2008” (MIRANDA, 2013, p. 86)

⁶³ “Neste contexto, estes investimentos são avaliados por metodologias desenvolvidas pelos mercados financeiros, tais como Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA) e Shareholder Value Added (SVA). Estes métodos têm como objetivo determinar índices de retorno financeiro, que se tornaram metas de gestão das organizações, condicionando a conduta do gestor a estes resultados.

O emprego destas metodologias resultou na elevação da taxa mínima de atratividade e da rentabilidade do capital (em relação ao ativo e ao patrimônio), tornando a seleção dos projetos de investimento mais criteriosa.” (MIRANDA, 2013, p. 40)

Miranda (2013) adere seus indicadores às vicissitudes históricas e observa uma não linearidade ao longo dos movimentos cíclicos da economia brasileira. De tudo, oferece um panorama como segue:

“As decisões de financiamento e de investimento das empresas podem afetar o crescimento de longo prazo e a política macroeconômica do país, sendo um dos canais pelos quais as escolhas micro afetam o ambiente macroeconômico. Além disso, em uma economia liberalizada, o comportamento da taxa de câmbio torna-se dependente do desempenho do mercado de capitais. Por outro lado, a liberalização financeira também conduz à fragilidade macroeconômica que, por sua vez, afeta as decisões e a fragilidade em nível micro. O influxo de capital externo provoca a valorização dos ativos financeiros, induzindo as empresas a expandir o investimento. Neste cenário, as empresas aumentam o passivo em sua estrutura patrimonial, com objetivo de financiar o crescimento, resultando em um ciclo de crescimento do tipo “finance-led”. A reversão das expectativas promove a interrupção de capital externo ao país e os investidores liquidam suas posições no mercado de capitais, provocando uma desvalorização dos ativos financeiros e pressionando o mercado de divisas. Se a deflação dos ativos for rápida, as perdas de capital serão elevadas, aumentando a probabilidade de falência, como apontado por Aglietta (2004a). Para evitar a fuga de capital, o governo aumenta a taxa de juros, o que induz os investidores a alterar seu portfólio em favor de títulos públicos, provocando um aumento no déficit público e afetando ainda mais o valor de mercado das empresas. Para proteger a estrutura patrimonial dos investidores e a rentabilidade de suas ações, as empresas aumentam a remuneração do capital próprio, restringindo o investimento produtivo, aumentando a incerteza em relação à taxa de crescimento da economia. Assim, o próprio processo de crescimento em uma economia financeirizada cria os mecanismos para a ocorrência de crises financeira e econômica.”
(MIRANDA, 2013, p. 150 - 151)

O trabalho minucioso de Miranda (2013), calcado em vasta bibliografia, indica a aderência do Brasil aos fundamentos que regem o sistema econômico global, como podíamos antever. Mas, para além da reflexão estruturada, há dados emblemáticos, capazes de sintetizar em si resmas e resmas. O relatório de investimento direto de 2022 do BACEN (RID 2022) a respeito dos investimentos estrangeiros diretos no Brasil e de brasileiros no exterior, traz consigo algumas dessas informações de alumbramento. O que se expressa na versão mais recente, grosso modo, reproduz características já contidas nas versões anteriores, de modo que não se trata de um destes exercícios exóticos cujo perfil não tenha características perenes ou repetitivas.

Os investimentos diretos, em teoria, se diferenciam dos investimentos em carteira por supostamente configurarem-se como menos voláteis, preenchendo algumas características que indicariam intenção de permanência⁶⁴. São compostos, basicamente, por operações intracompanhia e participações no capital. As operações intracompanhia podem se dar a diversos títulos: “compreendem os créditos concedidos entre empresas do mesmo grupo econômico via instrumentos de dívida. Em geral, trata-se de empréstimos, mas também podem ser créditos comerciais, títulos e outros instrumentos financeiros.” (BACEN, RID 2022, p.46). Em suma, são investimentos em empresas do grupo que já mantêm atividade no país ou investimento de tal vulto (participação maior ou igual a 10% do capital votante da investida) que faz supor o interesse de influir na gestão da companhia e, daí, de não migrar rapidamente. Há razão nessa classificação, mas é absolutamente possível que, ainda que uma posição represente mais de 10% de participação no capital de uma companhia, ela possa ser revertida no curto prazo.

Em se tratando de estoque das inversões estrangeiras, o perfil do investimento direto no país (IDP) é o que está ilustrado pelo gráfico que reproduz a seguir⁶⁵.

Figura 1 – Posição total de IDP

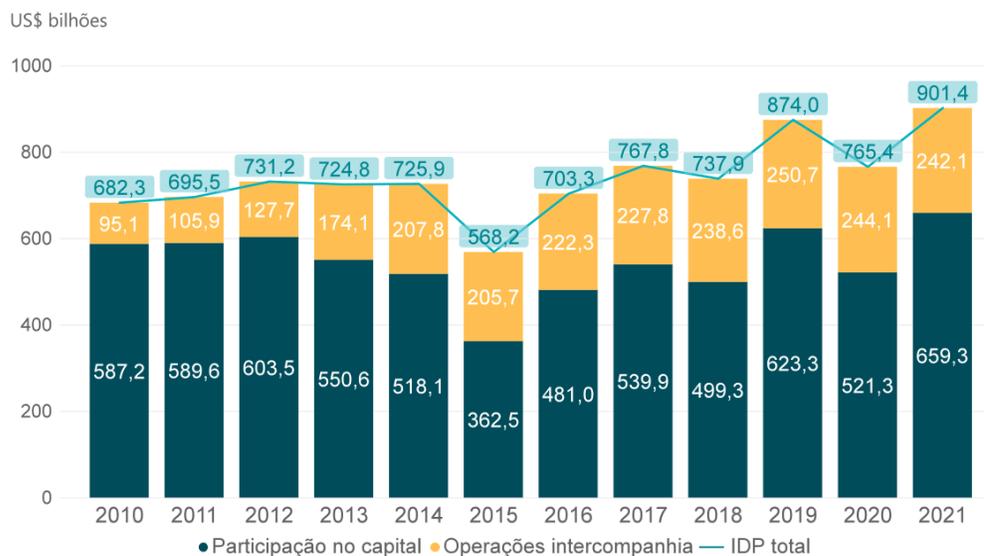


Figura 11: POSIÇÃO DO IDP NO BRASIL (RID - BACEN, 2022)

⁶⁴ Melhor dito nos termos do próprio relatório: “Existe relação de investimento direto quando, em uma economia, um investidor detém 10% ou mais do capital com direito a voto de uma empresa ou fundo de investimento em outra economia. A partir de 10% de poder de voto, considera-se que o investidor direto possui interesse de longo prazo na empresa de investimento direto e grau significativo de influência (ou controle, no caso de participação maior que 50%) na sua gestão. A motivação do investidor direto difere daquela do investidor em carteira, pois este último não busca exercer influência sobre a gestão da empresa investida.” (BACEN, RID 2022, p. 45)

⁶⁵ Retirado de RID 2022 do BACEN (p.8).

O investimento direto de brasileiros no exterior (IDE)⁶⁶, ou seja, o preciso inverso do quadro anterior, em termos de composição, constitui-se de maneira similar - exacerbando ainda mais o componente de participação no capital, frente às transações intracompanhias.

Figura 9 – Posição total de IDE

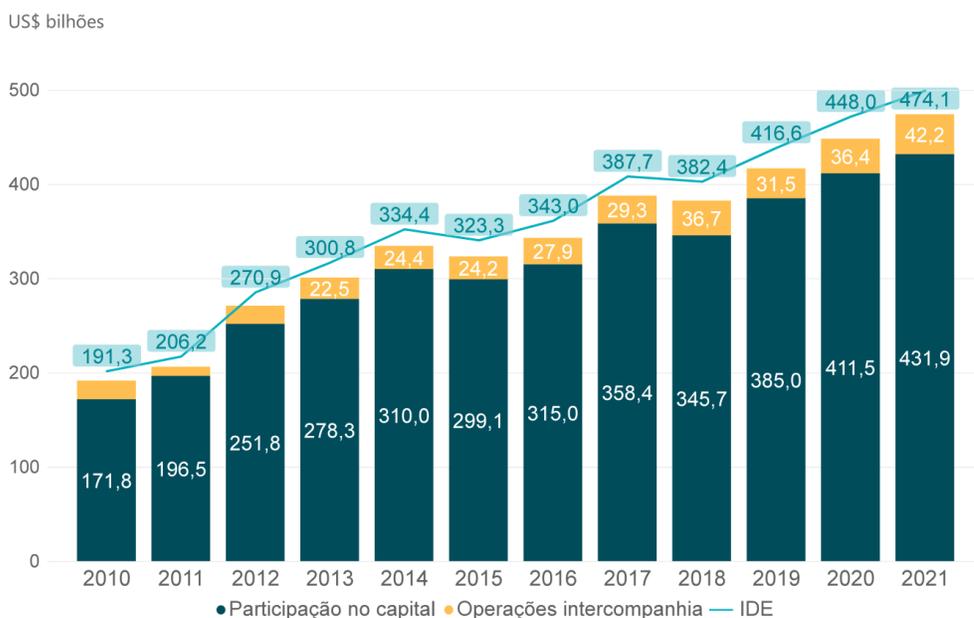


Figura 12: POSIÇÃO DO IDE NO BRASIL (RID - BACEN, 2022)

Quando os dados passam a ser esmiuçados, a acurada máquina analítica à disposição dos autores do relatório nos indica que a região do Caribe é responsável por um montante maior de investimento direto no Brasil do que toda a Ásia. A região líder, portanto a que mais remete capitais ao Brasil (62,9%), é o continente europeu. Espanta, contudo, que as principais origens sejam os Países Baixos e Luxemburgo, notórios centros financeiros⁶⁷. A Suíça ainda vem a figurar entre os cinco maiores exportadores europeus de capitais ao Brasil.

De fato, capitais originários de outros países soem transitar por praças onde possam gozar de benefícios fiscais e de maior discricção. A distorção procura ser remediada pelo cuidadoso

⁶⁶ Retirado de RID 2022 do BACEN (p.15).

⁶⁷ A lista completa dos notórios centros financeiros pode ser consultada aqui: <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto=16002>

trabalho, que apresenta o seguinte gráfico, dando conta da bandeira que originou a transferência dos recursos (à direita) e a que apenas a intermediou (à esquerda)⁶⁸.

Figura 20 – Posições de IDP na forma de participação no capital – Comparação investidor imediato e controlador final para países selecionados

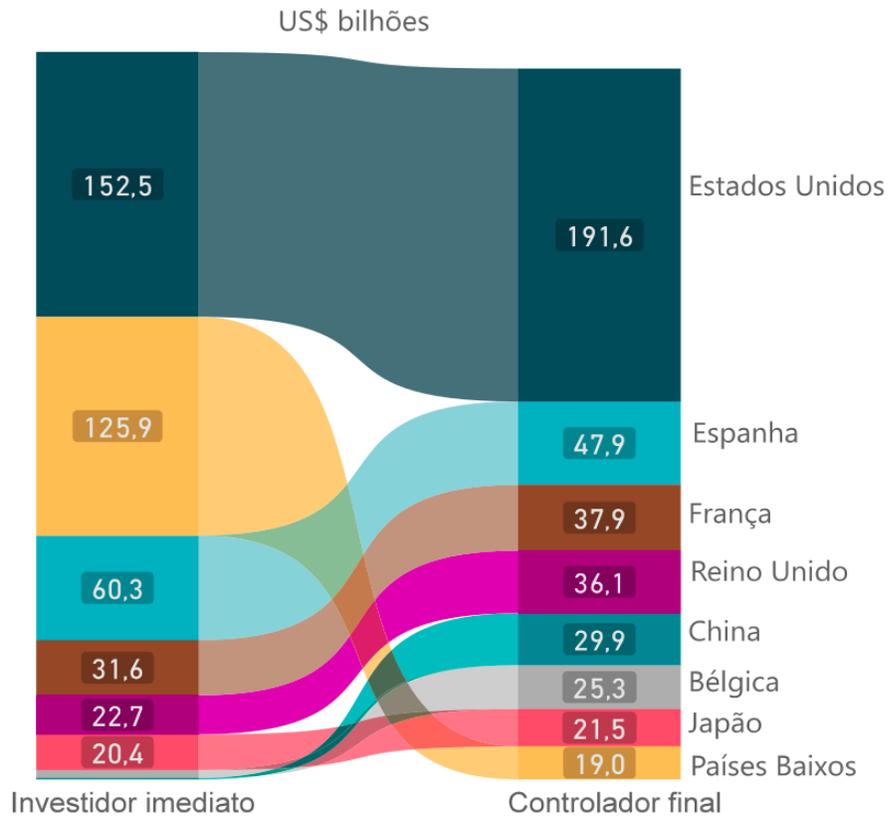


Figura 13: INTERMEDIÁRIOS X CONTROLADORES FINAIS DO IDP NO BRASIL (RID - BACEN, 2022)

O oposto não ocorre. É ínfimo o montante de capital estrangeiro que passa pelo Brasil a fim de tornar-se investimento direto em terceiros países. Os destinos dos capitais nacionais que vão ao exterior, no entanto, guardam certo pareamento com a configuração dos capitais ingressantes. Só que realçam ainda mais o papel dos paraísos fiscais. A figura a seguir⁶⁹ prescinde de interpretações textuais suplementares, pois identifica com muita clareza os principais destinos dos recursos brasileiros que deixam o país:

⁶⁸ Retirado de RID 2022 do BACEN (p.26).

⁶⁹ Retirado de RID 2022 do BACEN (p.27).

Figura 21 – Posição de IDE por regiões e países investidos – Investidor imediato

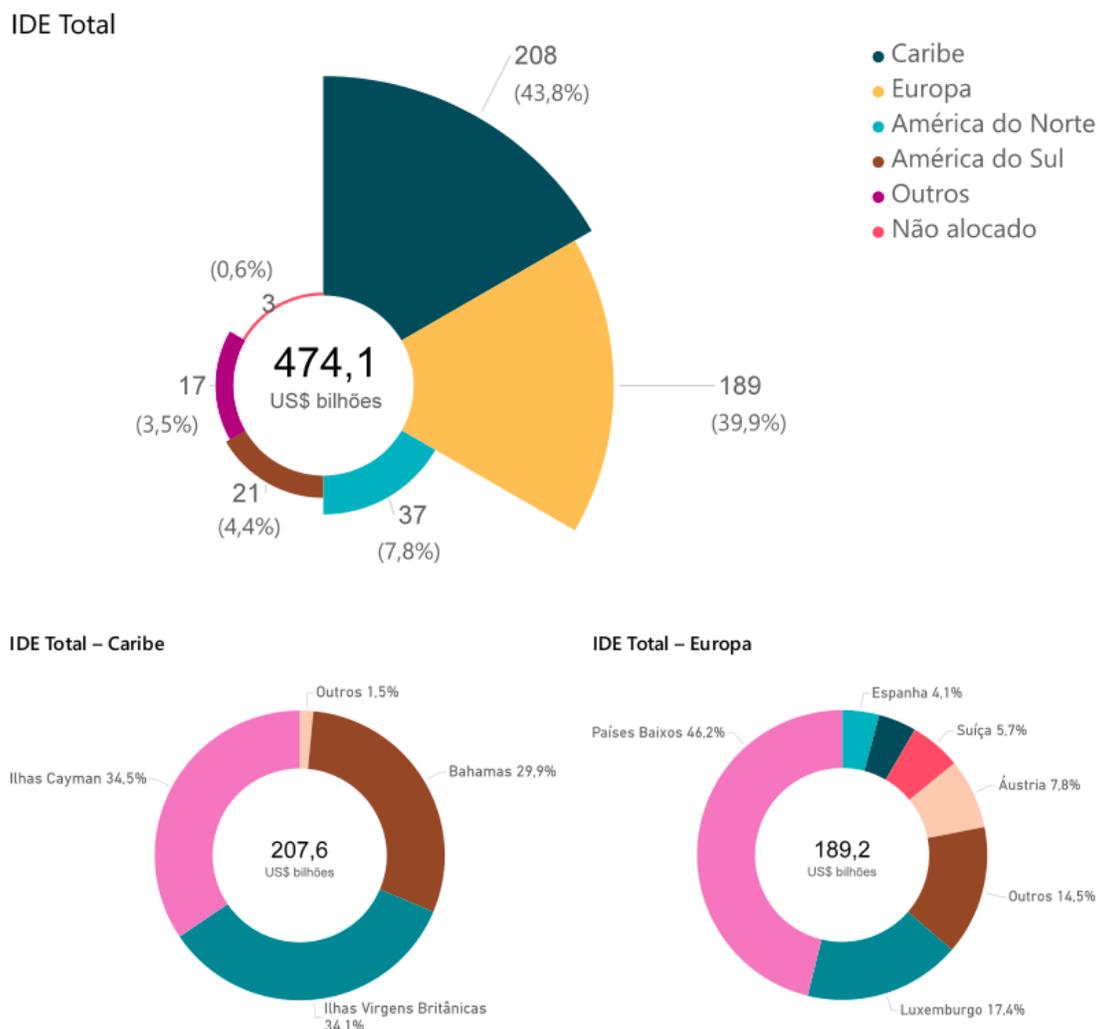


Figura 14: DISTRIBUIÇÃO REGIONAL DO IDE BRASILEIRO (RID - BACEN, 2022)

Restar-nos-ia averiguar a que se destinam os investimentos estrangeiros no Brasil e de brasileiros no exterior (IDP e IDE), que têm, como viu-se, predomínio dos investimentos em participações e cujas principais origens e destinos são os paraísos fiscais. É o que o minucioso trabalho do Banco Central executa. A essa altura, menos que de epifania, o dado parece um deslinde típico de filmes de mistério classe C, nos quais o culpado é o mordomo. O relatório não informa a que título se devem os investimentos classificados como “Demais”. A despeito disto, note que, entre as rubricas identificadas, o setor que mais recebe investimentos externos (IDP) é, precisamente, o de *serviços financeiros e atividades auxiliares* - que abarca uma quinta parte dos recursos externos

investidos no país⁷⁰. Seu concorrente mais próximo, segundo a classificação adotada, não chega a ter recebido metade do montante destinado ao setor financeiro.

Figura 25 – Posição de IDP – Participação no capital – Distribuição por setor de atividade econômica residente – 2021

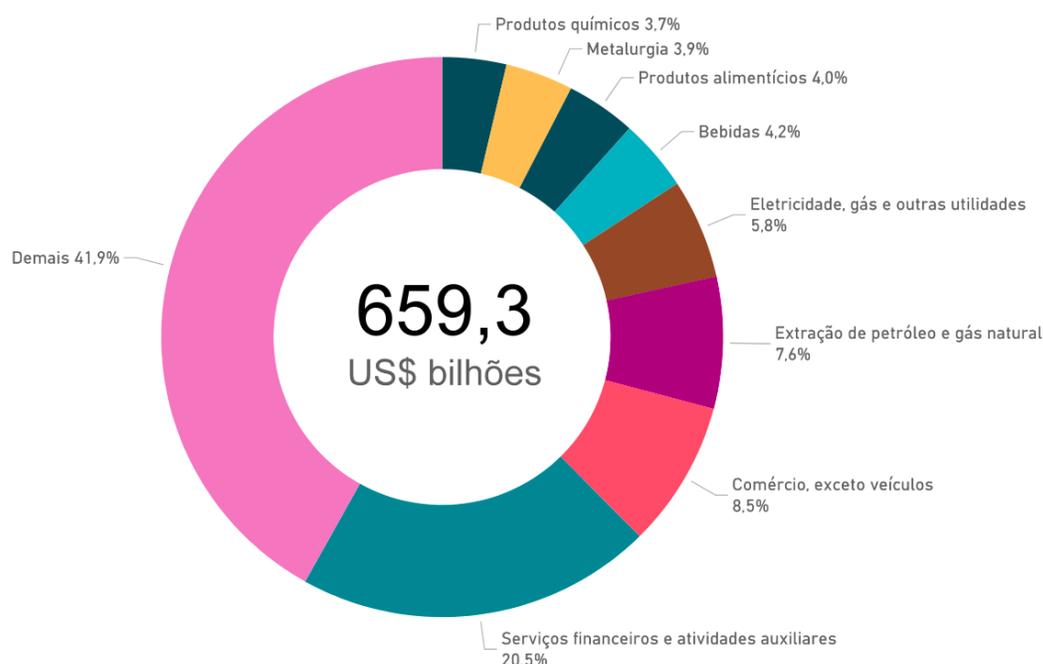


Figura 15: DISTRIBUIÇÃO POR SETOR DO IDP NO BRASIL (RID - BACEN, 2022)

No que diz respeito aos investimentos brasileiros no exterior, o panorama se repete em linhas ainda mais expressivas⁷¹: 32,4% do estoque de capital que deixou o país direciona-se a "empresas constituídas para aquisição de ativos financeiros" e outros 29,9% a "serviços financeiros e atividades auxiliares".

⁷⁰ Retirado de RID 2022 do BACEN (p.31).

⁷¹ Retirado de RID 2022 do BACEN (p.32).

Figura 26 – Posição de IDE – Participação no capital – Distribuição por setor de atividade econômica não residente – 2021

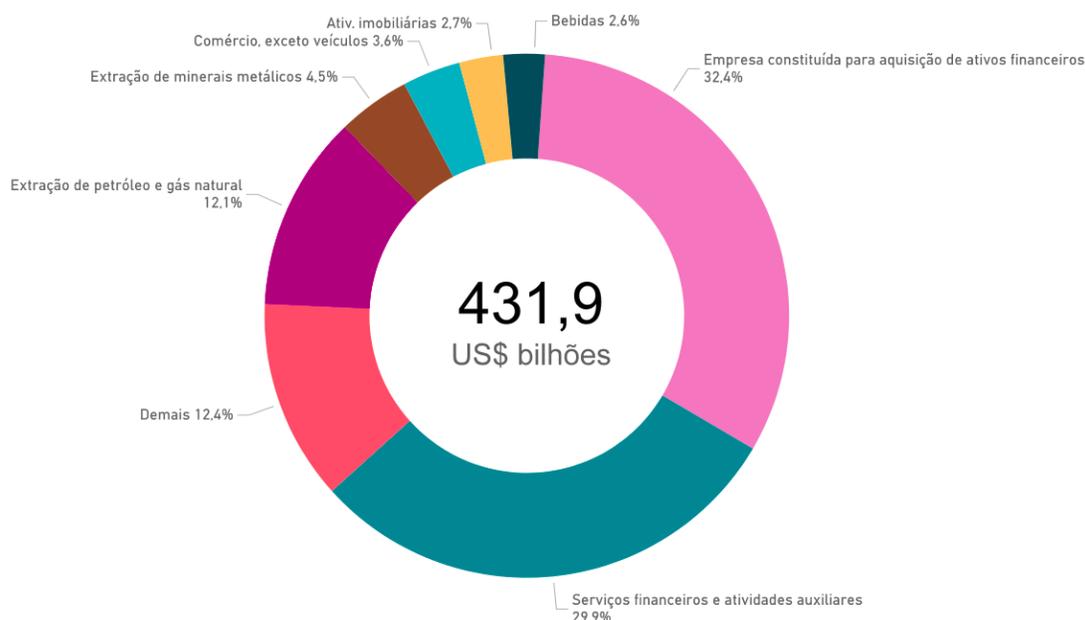


Figura 16: DISTRIBUIÇÃO POR SETOR DO IDE DO BRASIL (RID - BACEN, 2022)

Ainda que o destino final de parte destes recursos, após transitarem por fundos de investimentos, empresas de participações ou instituições financeiras, possa até ser entidades do setor produtivo (ou ainda o Estado), não resta dúvida de como o circuito financeiro toma a frente no processo de captação, alocação e, ao fim, de apropriação do excedente social.

1.15. CONCLUSÃO

Diversos aspectos relevantes ao funcionamento dos mecanismos econômicos tracionados pelo setor financeiro deixarão de ser tratados aqui: mal falamos da evolução do sistema regulatório e suas respectivas agências, do próprio ambiente de bolsas ou do papel das agências de *rating*. Parte desses relevantes temas poderá ser abordada na segunda parte deste trabalho, sem o fito de descrição exaustiva do seu funcionamento. Por agora nos bastará se conseguir ter construído a ideia de que o setor financeiro - sempre importante na história capitalista (ou mesmo pré-capitalista) desde Flandres, Genova ou Florença há cinco séculos, passando por Londres há

dois séculos, Nova York ou Zurique há quase cem anos e chegando à consagração do sistema global - ganhou centralidade sem precedentes no circuito de valorização dos capitais. Os mercados financeiros, não obstante protagonizem crises periódicas, parecem continuar capazes de atrair recursos de outros setores, os quais se tornam cada vez mais atrelados à valorização financeira, sua lógica, seus prazos, seus instrumentos, etc. A profusão observada de novos produtos tem sido capaz de alargar as fronteiras dos mercados financeiros, incorporando atividades e práticas econômicas outrora fora de alcance - das mais complexas como créditos de carbono às mais comezinhas como a compra de uma bateadeira de bolo.

Essa centralidade decorre de características históricas que impuseram um redesenho do ambiente econômico no seu aspecto estrutural, produtivo, de circulação, organizacional, legal, infralegal, diplomático, político, geopolítico, de hábitos, etc. Essa ampla mudança, atraiu à órbita do setor financeiro a indústria, o setor primário, os Estados Nacionais, as estratégias patrimoniais individuais, as práticas comerciais e a porção mais relevante da riqueza. Poder-se-ia constatar, sem exagerar, que trata-se de uma modificação, por assim dizer, no nível celular, visto que uma característica marcante (entre tantas outras) que acompanha e estrutura o acontecimento que procurei narrar é a transformação dos próprios ativos, que passaram a ter uma liquidez sem precedentes e se espraiam na forma financeira, sob a qual introjetam as expectativas dos agentes econômicos no processo de formação de preços.

O ciclo capitalista convencional pressupõe um capital inicial investido a fim de ser valorizado por intermédio do processo de produção e circulação⁷². No ciclo financeiro, porém, a modificação dos insumos em produto - digamos, uma saca de café - por meio da produção (colheita, seleção, torra, moagem, embalagem) e/ou da circulação (transporte desde uma fazenda em Pedregulho à gôndola dum mercado em Montmartre) sequer terá se dado enquanto o preço da *commodity* haverá subido, descido ou dado piruetas vidrado em histórias. Ao cabo o café deverá ser levado ao mercado e então se saberá qual entre as candidatas era a história real. Mas, do ponto de vista do investidor que adquiriu um futuro de café e posteriormente se desfez da posição com ganhos, o ciclo de valorização já se deu. Pouco importa se um meteoro desertificará o interior paulista ou

⁷² A esfera da circulação, segundo a linhagem teórica marxiana, também estaria configurada como atividade de suporte e não de geração de valor. Aqui, ao contrário, considera-se que um pacote de café, transportado de Franca à Paris, onde será consumido, já não é mais a mesma mercadoria. O transporte o modifica tanto quanto a torra ou a moagem.

se o café será proscrito na França. A valorização desloca-se para o interior do processo de formação de expectativas e se materializa pela efetivação da transação financeira. Assim sucede, ainda que as premissas que fundamentem as decisões de compra e venda e determinem o preço imediato sejam falsas (ou mesmo delirantes).

No próximo capítulo me dedicarei a discutir como as características dos ativos financeiros (e de outros ativos não financeiros, mas que têm propriedades similares - como é o caso de alguns intangíveis) e do ambiente econômico financeirizado trazem mudanças e complexificam o sistema de persecução penal e, em especial a prova material de crimes financeiros.

2. PARTE 2

2.1. MODA ANTIGA

O gênero de crimes que mais demanda a perícia da área financeira na Polícia Federal são os relacionados a fraudes em licitação (49,20%⁷³ das solicitações de perícia encaminhadas às unidades de criminalística da PF no Brasil). Uma série de tipos penais podem estar associados a casos como estes: corrupção ativa, corrupção passiva, prevaricação, apropriação indébita, lavagem de dinheiro, entre outros. Mas, sinteticamente, tratam-se de práticas que resultam em prejuízos aos entes estatais e destinatários de políticas públicas, decorrentes de burla no processo de contratação de serviços ou aquisição de bens. O mais comum é que versem sobre bens homogêneos, que têm seu processo de formação de preço ao estilo clássico: atribuição de uma margem de lucro sobre custos de produção, incluindo, eventualmente, remuneração a intermediários a título de comissões e afins. Em função dos mecanismos típicos de mercado, observa-se a convergência de preços praticados a um determinado valor, que pode também variar entre praças, a depender da estruturação do mercado específico. É o caso de ambulâncias, merenda (diversos itens alimentícios), remédios, prédios, estradas, pontes, aparelhos para realização de exames laboratoriais, vacinas, computadores, armamentos, serviço de limpeza, aluguel de galpões, serviços de TI e os mais variados insumos e atividades de que a administração pública necessita.

Nos casos mais banais, os métodos periciais podem variar um pouco, como artifício para se adaptarem ao caso concreto, mas, via de regra, procuram estabelecer um preço de baliza, quase sempre através de pesquisas de mercado (preços revelados), em seguida procurando encontrar um intervalo criterioso dentro do qual o preço questionado pode ser praticado sem significar sobrepreço. Além disso, outros aspectos como a real entrega do bem ou a conformidade do que foi contratado com o que foi entregue (em termos de quantidade e qualidade) também são averiguados. As variações de métodos desta estirpe costumam ser bastantes e adequadas.

⁷³ De acordo com dados extraídos do Sistema de Criminalística da Diretoria Técnico-Científica da Polícia Federal em 07/06/2023. O cálculo foi feito para todas as unidades de criminalística do Brasil, conforme classificação (classe ou subclasse) do tipo de exame “Licitações e Contratos”, comparativamente à totalidade de solicitações de perícia financeira com alguma classificação. Considerou-se o período de três anos (primeiro de junho de 2020 a sete de junho de 2023).

Mais complexos são os casos envolvendo bens ou serviços com pouco ou nenhum meio de serem comparados – muitas vezes obtidos sob regime de dispensa ou inexigibilidade de licitação. Ou ainda aquisições cujo produto a ser entregue é imaterial ou admite formas de apresentação muito díspares. Por exemplo, as consultorias ou serviços de publicidade. Alguns consultores ou agências de propaganda têm tal renome que os retira da classe comum de profissionais. São contratados a preços muito maiores dos que os praticados nos mercados ordinários. O produto que apresentam (ainda que as ações do TCU tenham atuado para disciplinar com um pouco mais de rigor este aspecto) pode ser multiforme, comportando imensos relatórios ou o desenvolvimento de indicadores que sequer estarão materializados em um trabalho estruturado. O mercado publicitário e de consultorias neste nível de preços, porém, está estabelecido. Essas empresas prestam serviços e entregam produtos a outros clientes, os quais, mal ou bem, podem ser tomados como parâmetro. Existem métodos alternativos para estimativas de preço como o cálculo de horas trabalhadas pelos profissionais envolvidos no desenvolvimento do produto. A averiguação da efetiva atuação dos referidos trabalhadores também é passível de apuração. Ou seja, embora de acurácia mais duvidosa, mesmo este gênero de aquisição é possível de ser avaliado a partir de um terreno tipicamente econômico/contábil. Ou seja, ainda que não se tenha qualquer testemunho de conluio entre acusados, imagens de entrega de valores a parte ilegítima, flagrante de mensagens evidenciando trama de sobrepreço, existe a possibilidade de comprovação da burla a partir da perícia em elementos como os elencados acima. O acúmulo de experiência na atuação de casos como os descritos, certamente aprimorou os métodos utilizados.

A segunda parte deste trabalho pretende discutir aspectos desta espécie, encontrados em crimes financeiros, via de regra um pouco mais sofisticados e, embora muito frequentes, menos abundantes entre os casos destinados à perícia econômica e contábil que os citados anteriormente. Parte relevante das especificidades destes crimes decorre do ambiente de financeirização do sistema econômico e, como procurarei demonstrar, implica em desafios muito especiais para a formação da prova criminal.

Neste terreno delitivo - que a seguir buscarei circunscrever mais claramente - alguns órgãos oficiais de supervisão e controle, como o Banco Central, a Comissão de Valores Mobiliários, a Receita Federal, a Superintendência de Seguros Privados, o Tribunal de Contas da União e outros

órgãos não oficiais como a B3, auditorias independentes, gestoras de fundos, etc. têm, certamente, mais vasta experiência e melhores ferramentas que os órgãos de persecução penal (resumidamente os Ministérios Públicos e as Polícias Judiciárias) para a investigação e autuação de práticas irregulares (criminosas ou não) cometidas sob suas esferas de atuação. E ainda gozam de um poder de império não disponível na seara penal derivado do generalizado afrouxamento ou inversão do ônus da prova no âmbito administrativo. No campo criminal, reina a reconhecida máxima, repisada solenemente no dialeto jurídico: *in dubio pro reo*.

Em outras palavras, passarei, nesta seção, a discutir o caráter da prova pericial relacionada a certo conjunto de crimes financeiros cuja materialidade é forjada no ambiente etéreo que buscamos descrever no capítulo precedente. Para tanto, precisaremos aprofundar uma série de pensamentos acerca do tipo de vestígio a partir do qual a prova pericial se constrói; daí, também a respeito da própria formação deste gênero de prova; num contexto em que as ferramentas investigativas são, muitas vezes, inapropriadas ou canhestras e o dever probatório é todo tributado ao Estado (portanto, pontos cegos, zonas borradas, sombras de dúvida apenas culminam em vedação das consequências punitivas).

2.2. DIGRESSÃO SOBRE A PROVA

O assunto *prova* é absolutamente primordial nas discussões a respeito dos sistemas penais e, não exageraríamos se depreendêssemos disto, que passa a ser terreno de debates estruturantes para as nossas civilizações. Por isso mesmo é que o acúmulo teórico, acadêmico, filosófico, literário, legal, enfim, em todos os campos, a respeito deste tema é interminável, repleto de disputas e sempre parcial. Esta breve digressão não pode pretender resumir a produção intelectual a este respeito, mas deve ser capaz de delimitar a matéria sobre a qual voltaremos nosso olhar: a prova pericial vinculada a um conjunto específico de crimes financeiros.

Há muitas formas de se classificar e caracterizar os diferentes tipos de provas de crime. O código de processo penal brasileiro - CPP⁷⁴, por exemplo, dedica o seu Título VII ao assunto. Este trecho da lei abrange os artigos 155 ao 250 e é seccionado em capítulos. Grande parte destes capítulos são dedicados, com exclusividade, precisamente, aos diferentes tipos de prova, segundo critério

⁷⁴ Decreto-Lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941.

classificatório dos legisladores. Tratam da descrição de cada tipo de prova admitido no sistema processual penal brasileiro e também de suas formas de obtenção, procedimentos relacionados, etc. Podemos tentar sintetizar o trecho nos seguintes itens:

- Capítulo II, intitula-se: *DO EXAME DE CORPO DE DELITO, DA CADEIA DE CUSTÓDIA E DAS PERÍCIAS EM GERAL*. Trata da prova pericial, exigida no caso de “*infração que deixar vestígios*”. Embora as expressões que compõem o título do capítulo (exame de corpo de delito, cadeia de custódia e perícias em geral) não tenham adquirido uso corriqueiro nos meios não especializados, a atividade prática da produção de provas periciais está espalhada pelo imaginário popular graças à penetração cultural que obtiveram esses assuntos a partir literatura policial inglesa do século XIX, amplificada por produções cinematográficas do século XX e seus quejandos. O local de crime isolado por fitas zebradas amarelas e pretas é o palco destacado do ofício. A atividade, contudo, não se restringe a sua face mais famosa. Trata do exame dos elementos corpóreos deixados em atos pretensamente criminosos, cujo processamento se dá a partir de técnicas especializadas, que buscam extrair informações veladas ao olhar leigo e colocá-las à disposição do público ou do ente julgador de maneira inteligível. Por isso é que a lei dedica-se a disciplinar tão pormenorizadamente o tratamento a ser dado ao registro dos vestígios, à sua coleta e preservação até a eventual destruição (cadeia de custódia) e também a salvaguardas quanto à capacitação técnica do perito - em última instância responsável pela adequação, lisura e robustez do método. São exemplos deste mister a constatação de que a molécula específica de determinada substância apreendida refira-se, ou não, à de uma substância proscrita; de que determinado documento tenha sido falsificado ou que seja idôneo; de que certa pessoa tenha efetuado disparos com arma de fogo recentemente, entre tantas outras modalidades.
- Capítulo III, intitula-se: *DO INTERROGATÓRIO DO ACUSADO*. É praticamente autoexplicativo. Em suma, debruça-se sobre versões dadas pelo próprio suspeito de ter cometido determinado ato potencialmente criminoso (típico e antijurídico, para melhor adesão ao estamento legal nacional) em situação de estímulo, constrangimento, interposição, averiguação, contestação do órgão investigativo. O trecho dedica-se, entre outros assuntos, a salvaguardar os direitos do interrogado.

- Capítulo IV, intitula-se: *DA CONFISSÃO*. Embora nossa tradição de religiosidade hegemonicamente católica costume dar grande relevo à confissão e esse fato sugira que a esta possa ser tratada como prova mais definitiva (e, não raro, este é o pressuposto de diversas manifestações observadas nos órgãos de imprensa e nos círculos informais), não é desta forma que a legislação processual penal a considera. Dedicada apenas quatro artigos ao capítulo, dois dos quais amenizam o poder deste meio como prova cabal nos seguintes termos: “*Art. 197 O valor da confissão se aferirá pelos critérios adotados para os outros elementos de prova, e para a sua apreciação o juiz deverá confrontá-la com as demais provas do processo, verificando se entre ela e estas existe compatibilidade ou concordância.*” e “*Art. 200. A confissão será divisível e retratável, sem prejuízo do livre convencimento do juiz, fundado no exame das provas em conjunto.*”
- Capítulo V, intitula-se: *DO OFENDIDO*. Trata de comprovações advindas do polo passivo da infração. Dedicada grande parte do capítulo à proteção da vítima. Procura regular a obtenção de provas vindas da narração do ofendido, em contexto de estímulo e indagação por parte do órgão investigativo.
- Capítulo VI, intitula-se: *DAS TESTEMUNHAS*. Permanece no terreno das provas advindas de narrativas, mas, desta feita, debruça-se sobre narrações vindas de terceira parte não envolvida diretamente: nem perpetrante, nem vítima. Só aí então estabelece dispositivos que obriguem à realização dos testemunhos e punam as falsidades nas versões. Nos outros casos, em nome das garantias da ampla defesa (no caso do acusado - não obrigado a fazer prova contra si) e da proteção da vítima (no caso do ofendido), abstém-se de prever mecanismos que culminem na compulsoriedade do relato e sancionem falsificações.
- Capítulo VII, intitula-se: *DO RECONHECIMENTO DE PESSOAS E COISAS*. O reconhecimento pode ser realizado por vítimas ou terceiros. Mais uma vez, a maior parte do capítulo é destinada a relativizar a contundência deste gênero de prova frente ao conjunto probatório como um todo.

- Capítulo VIII, intitula-se: *DA ACAREAÇÃO*. Que tem por objetivo disciplinar o processo de confrontação dialética estabelecido entre atores que apresentem versões contrastantes, sejam entre acusados, entre estes e testemunhas, entre ofendidos ou quaisquer outras combinações entre os formuladores de versões discursivas sobre determinado fato.
- Capítulo IX, intitula-se: *DOS DOCUMENTOS*. Segundo os próprios termos da lei, “*Consideram-se documentos quaisquer escritos, instrumentos ou papéis, públicos ou particulares*”. Esta espécie de prova também versa sobre elementos materiais que visem dar substância a versões. No entanto, ao contrário da prova pericial, a prova documental prescinde do método (à moda cartesiana) constituindo-se *per se* a fundação “*clara e distinta*” capaz de sustentar, no todo ou em parte, determinadas alegações. O próprio capítulo trata de esclarecer que, havendo dúvida quanto à autenticidade ou validade do documento, esta deverá ser dirimida a partir de uma perícia com este fim.

Há dois critérios, que, graças a sua utilidade e clareza, são muito utilizados para agrupar tipos de provas. Procurei realçá-los na minha breve interpretação do código de processo penal brasileiro: 1) quem concorre para a produção desta prova; 2) se fundamentam-se em elementos materiais ou em versões discursivas.

Há, como norma, uma reticência (ou podemos até escolher vocábulo mais incisivo, como desconfiança) quanto às versões exaradas de partes envolvidas no fato supostamente criminoso. O aspecto é válido para manifestações realizadas pela vítima - que tanto podem estar deturpadas com o intuito de incriminar o acusado, quanto podem estar suavizadas em função de temores diversos, por exemplo. O mesmo se passa com relação às narrativas partidas do suposto perpetrador - não só quando procura eximir-se da culpa, como se pode supor, mas mesmo quando a assume para si. Não são raros na história os casos de falsas confissões como a de pais que pretendem arcar com as consequências penais dos crimes praticados por seus filhos, ou de um falso autor se apresenta em razão de obter vantagens econômicas, ou ainda nos casos de menores de idade que são impelidos a falsear os termos de sua participação em crimes em função da duvidosa brandura dispensada a eles pelo sistema penal. Mas não só. Os próprios órgãos de persecução atuaram e atuam com exacerbado pendor punitivista, alargando sobremaneira as regras processuais. O maior lugar-comum da literatura especializada é a Santa Inquisição católica

européia, notabilizada por arrancar confissões mediante tortura e validar testemunhos forjados. Mas não é preciso recorrer ao exemplo surrado para rememorar os abusos das instâncias oficiais. A experiência brasileira acaba de nos revelar artimanhas extra-legais cometidas para impelir acusados a aceitarem acordos de delações premiadas, a partir das quais provas ocultas ou obtidas sem observância estrita da lei foram tidas como bastantes para sustentar condenações. Refiro-me, à operação Lava Jato - que ganhou o papel principal do sistema de persecução penal nacional e ao mapa das suas infrações processuais, posteriormente fornecido pela sua denunciante e parodista Vaza Jato. Exemplos outros abundariam, não apenas sob a espada de regimes autoritários, se pretendêssemos alongar a lista.

Resulta que mesmo as provas vindas de depoimentos tomados de maneira provocada, a partir de técnicas como a do interrogatório e da acareação (entre outras não enumeradas no CPP), que idealmente minorariam a possibilidade de se criar estórias deliberadamente falsificadas em função do interesse dos envolvidos, acabam postas em suspeição. O fato é enfrentado no Código de Processo Penal a partir de uma série de exigências que regulamentam cada uma das práticas de obtenção de provas e sempre determinando que se tome em conta todo o conjunto probatório, referendando elementos singulares nos demais. Não é difícil constatar daí que, mesmo o testemunho obtido de terceiros passa a ser alvo de senões - visto que, ainda que uma testemunha possa não ter relação de interesse manifesto no deslinde da apuração, são recorrentes os casos envolvendo falsos testemunhos por motivos análogos aos já aventados aqui⁷⁵.

Note-se, pois, que essa cautela com relação aos emissores do discurso do qual se pretende extrair a prova, em verdade, está imiscuída com o próprio caráter discursivo da prova. Embora tenha focalizado minha análise precedente em aspectos extremos, mesmo frutos de ilegalidades, infrações, falsificações deliberadas, etc., estes não são os únicos pontos de fragilidade relacionados às provas deste gênero. Até a narração de boa-fé pode estar sujeita a imprecisões comunicativas e mnemônicas. Eis que é mais poderoso ver a imagem de assaltantes arrombando com e pés de cabra uma agência bancária do que incriminá-los em razão de uma testemunha de

⁷⁵ Um recente e famigerado caso no qual se aventou a inserção criminosa de uma falsa testemunha foi o do homicídio da ex-vereadora Marielle Franco e do motorista Anderson Gomes. As supostas motivações e circunstâncias estão relatadas em diversas matérias jornalísticas, entre as quais fizginei a que segue: <https://g1.globo.com/rj/rio-de-janeiro/noticia/2020/07/17/caso-marielle-stj-manda-processo-contrabrazao-por-obstrucao-de-justica-para-o-tj-rj.ghtml>

boa-fé. Não por se descrever na boa intenção apenas, mas porque perguntas como “quantos eram?”, “como estavam vestidos?”, “utilizaram explosivos?”, “a que horas aconteceu?” nem sempre estão precisamente gravadas na memória ou podem ser de comunicação muito complicada.

Decorre disto que os elementos materiais, sejam os auto-evidentes (como imagens de câmeras que não requeiram tratamento, um cartão de embarque que comprove o ingresso de uma pessoa em um avião com destino a um local diverso ao do cometimento de um crime, um carregamento de mercadorias desacompanhadas de notas fiscais, etc.) ou os que requeiram algum exame especializado (que verifique se a renda auferida por determinada pessoa seria capaz de fazer jus ao seu crescimento patrimonial num certo período, se é possível recuperar arquivos apagados relacionados à pedofilia em um HD, se determinado medicamento apreendido por ser pretensamente falso contém o princípio ativo do verdadeiro e assim por diante) costumam gozar de mais confiança⁷⁶ do que as provas obtidas a partir de métodos discursivos.⁷⁷

2.3.A PROVA PERICIAL

Se o tema “prova” consistia num infinito teórico, este seu subconjunto “prova pericial” é também um infinito particular. Por isso, recorrerei à mesmíssima estratégia e, sem buscar consolidar a produção teórica a este respeito, apenas procurarei avançar na exploração filosófica a respeito de poucos aspectos que nos serão relevantes para os passos subsequentes.

⁷⁶ O Código de Processo Penal estabelece ainda que:

Art. 564. A nulidade ocorrerá nos seguintes casos:

(...)

III - por falta das fórmulas ou dos termos seguintes:

(...)

b) o exame do corpo de delito nos crimes que deixam vestígios, ressalvado o disposto no Art. 167;

(...)

k) os quesitos e as respectivas respostas;

(...)

Parágrafo único. Ocorrerá ainda a nulidade, por deficiência dos quesitos ou das suas respostas, e contradição entre estas.

⁷⁷ Isto não apenas no que se refere à persuasão do júri ou na formação de convicção do juiz, mas também no ambiente coloquial no qual versões são contrapostas nas mais diversas situações. A predileção pela prova material é desses raros episódios em que há uma concordância quase unânime - abrangendo a formalíssima pompa dos tribunais e o vulgaríssimo território dos ditados populares. Nesta seara (embora a expressão seja chula, seu valor como chiste, revelador do inconsciente coletivo não arrefece) diz-se: o que encerra a discussão não é o testemunho do vizinho, mas o batom na cueca.

Parece-me que um bom jeito de redizer o que desenvolvi no trecho anterior sobre a prova pericial é que se trata de um tipo de prova que, a partir de vestígios (elementos materiais sobre os quais se fundamenta) - e mediante a utilização de um método ou técnica devidamente expostos - alcança suas conclusões e é revelada às partes, ao juízo e ao público.

Mas do que exatamente estamos tratando quando falamos de maneira abstrata de vestígios e métodos? Considero que vale procurar dar concretude ao palavrório através de alguns exemplos das atividades periciais corriqueiras.

Num local de crime de morte violenta no qual houve um homicídio com uso de arma de fogo são vestígios prováveis os projéteis, a perfuração provocada no corpo, a posição do corpo, materiais biológicos do assassino (tais como cabelo, sangue, sêmen, saliva, impressões digitais), eventualmente a própria arma, marcas de escalada ou arrombamento (ou suas ausências) para acesso ao local, conteúdo do aparelho celular da vítima entre tantas outras inumeráveis possibilidades. São métodos os exames das perfurações no cadáver, cujas características indicarão se são orifícios de entrada ou de saída dos projéteis (e com isso, por exemplo, se a pessoa foi alvejada de costas); exame das vestes e pele, que poderão indicar a distância aproximada da qual foram feitos os disparos; a verificação do calibre e demais características que podem ser extraídas dos projéteis e estojos encontrados (tais como fabricante, lote de fabricação, comprador, etc.); exame balístico que, a partir de características microscópicas imprimidas nos projéteis pela estrutura singular do cano da arma, poderá identificar se o disparo foi efetuado pela arma a, b ou c (ou ainda se houve disparos de mais de uma arma); exame de mensagens, ligações, histórico de localização, etc., contidos no celular, que poderão indicar se houve discussões, ameaças, ou mesmo direcionar os passos subsequentes de uma investigação; o exame do próprio local, que procurará reconstituir a dinâmica e cronologia do que ocorreu a partir do conjunto de elementos encontrados; análise do material biológico diverso do da vítima achado no local, que poderá - em última instância - conduzir à identificação do assassino.

Ao se apreender uma carreta carregada de cocaína, além da própria carga, são vestígios outros elementos que poderão contribuir para a completude da investigação, tais como rota registradas em equipamentos do próprio caminhão ou no telefone celular do caminhoneiro; outros elementos misturados à droga que poderão indicar o local de refino, segundo a tipicidade da técnica

utilizada no processo em cada região; vestígios biológicos impregnados em embalagens e fitas adesivas... Serão métodos os diferentes exames laboratoriais disponíveis para comprovar tratar-se (ou não), de fato, de cocaína (identificação da molécula); os exames dos vestígios biológicos para confronto com o banco de DNA a fim de se alcançar envolvidos no processo de embalagem; utilização de técnicas laboratoriais que permitam identificar substâncias específicas misturadas à droga e assim por diante.

No ambiente da internet, onde se verifica compartilhamento de conteúdo de pedofilia, serão vestígios os arquivos contendo pedofilia, as plataformas por onde são compartilhados, as rotas que percorrem, os IPs das máquinas por onde transitam. Serão métodos a detecção em massa de arquivos com conteúdo de pedofilia a partir de ferramentas de *machine learning*; a marcação destes arquivos a partir de suas características computacionais (utilizando-se um hash⁷⁸, por exemplo); a identificação, via programa computacional, de IPs que compartilham (fazem *downloads* e *uploads*) destes arquivos nas plataformas; após eventuais procedimentos de buscas e apreensões nas residências vinculadas aos IPs mapeados, a procura de tais arquivos nos HDs e outros meios de armazenamento de arquivos encontrados nos locais.

Os três parágrafos anteriores parecem bastar para cumprir a tarefa imposta, de modo que cessarei a lista com a tríade. Manca, porém, que se anote igualmente a falibilidade deste gênero de prova, como fiz com as demais. As fontes de vício, como se pode antever, serão ou a materialidade sobre a qual se assenta a prova, ou o método ou as conclusões - ou ainda a conjugação de dois ou três destes elementos.

Novamente, buscarei exemplificar o que acabo de anunciar. Se as informações relativas ao lote da munição deixam de ser gravadas no seu estojo⁷⁹ e o controle de quem a adquire deixa de ser realizado, esse vestígio pode servir para outros fins, porém não para induzir a procedência das balas. Portanto, neste caso, a materialidade não serve ao exame ao menos em parte. O raciocínio pode ser estendido à impressão digital danificada, ao local de crime adulterado, ao HD incendiado, e assim por diante.

⁷⁸ https://pt.wikipedia.org/wiki/Função_hash

⁷⁹ Cápsula que reveste o projétil, no interior da qual se dá a explosão responsável por expeli-lo pelo cano da arma. É ejetada durante o disparo.

Se um pacote de cocaína é *plantado*⁸⁰ na mochila de um acusado e indaga-se se a substância é cocaína, o material se presta à análise, o método será capaz de confirmar o pressuposto da indagação, no entanto, evidentemente, o nexó impróprio estabelecido entre um elemento e outro poderá resultar num desfecho hediondo. É o que se passa toda vez que uma conclusão deixa de estar adstrita aos fundamentos materiais enfocados sob determinado arcabouço técnico. Ou seja, o fato de um tiro ter partido de uma arma qualquer (o que pode ser eficazmente comprovado por um exame balístico), pertencente a fulano, não implica que fulano seja o assassino, visto que outra pessoa pode ter efetuado o disparo. Uma conclusão deste gênero extrapola os imperativos lógicos e, se no exemplo dado parece evidente, em outras circunstâncias pode passar indetectada.

Há dois modos escolhidos pelo legislador brasileiro para tentar garantir maior firmeza à formação da prova pericial. O primeiro é procurando regular minuciosamente a lisura no tratamento dos vestígios. São medidas vinculadas a este objetivo a obrigatoriedade de preservação do local de crime imposta a autoridades policiais e a vedação à alteração destes locais exigida de qualquer cidadão. O zelo com a cadeia de custódia, que normatiza o vasto e compulsório registro dos vestígios nos mais diversos ambientes, prescreve regras para sua coleta, manipulação, armazenamento, lacração, registro e até destruição a fim de que - tanto quanto possível - se garanta, por exemplo, que uma joia encontrada num cofre durante o cumprimento de um mandado de busca seja apreendida com todas as formalidades necessárias e encaminhada lacrada para a perícia, que averiguará, digamos, quais pedras estão incrustadas no artefato, qual seu valor, se provém de região onde a mineração é proibida, etc. Procura garantir ainda que até o término do processo o objeto (e não um substituto adrede) esteja disponível para realização de novos exames, provocados, por exemplo, pelo questionamento do método utilizado. Regula a necessidade de se separar (sob registro rígido e subsequente lacração) parte das drogas analisadas para futuros exames (contraprova) que visem a dirimir dúvidas ou contestações quaisquer. Outros tantos normativos infralegais disciplinam exames específicos procurando garantir integridade de mídias, informações transmitidas entre órgãos (extratos bancários, notas fiscais, registros de imóveis, entre tantos outros), mercadorias apreendidas, materiais biológicos, enfim. Em resumo há intensa normatização com o intuito de assegurar a idoneidade da base material sobre a qual se fará a prova pericial, ao longo de todo o processo.

⁸⁰ Posto por outrem de maneira a forjar a posse por pessoa que ora não detinha o conteúdo proscrito.

O segundo grande campo a ser regulado é, presumivelmente, o método. Medidas neste sentido⁸¹ são as regras de especialização para peritos oficiais, os critérios para nomeação de peritos *ad hoc*, a admissão dos assistentes técnicos para orientação e assessoria das partes. No nível infralegal, uma miríade de resoluções, instruções técnicas e outros normativos parametrizam os diversos exames, buscam certificar equipamentos e auditar ferramental. Ainda assim, considerando a insuficiência do alcance destas exigências, o legislador optou por criminalizar a falsa perícia a fim de inibir a atuação fraudulenta da perita ou perito⁸². Ainda faculta aos peritos declararem-se suspeitos ou impedidos⁸³ e às partes a argui-los como tal⁸⁴ caso estejam presentes as condições legais.

Mas, parece-me que todo este esforço não desaguaria, necessariamente, numa robustez probatória superior à conferida aos demais meios. O que talvez justifique uma confiança maior na prova pericial (e nas provas materiais de maneira geral) é o fato de que, na imensa maioria das vezes, os exames são repetíveis e, em outras tantas oportunidades mais, cada um dos passos é verificável - tanto relativamente aos aspectos materiais, quanto epistemológicos. Ou seja, se a perícia constata, a partir de dados bancários transmitidos diretamente pelas instituições financeiras, validados por meio de um sistema auditável, que 80% dos salários de um ocupante de um cargo de confiança são transferidos a contas de quem o nomeou para o posto, tantas vezes quantas se recorrer à mesma base de dados e se utilizar os mesmos critérios metodológicos (digamos filtrando por CPF da conta de destino as movimentações de interesse), se alcançará o mesmo resultado. Ou seja, postos à luz a base material sobre a qual se fundamenta a prova e as técnicas utilizadas, todas as conclusões não espúrias estarão resguardadas. Ainda assim se poderá contestar tanto a conformidade da base material (neste caso, se os dados transmitidos pelos bancos não estão corrompidos ou incompletos, por exemplo) ou a técnica (se, além das transferências identificadas, os saques realizados poderiam também ter sido destinados ao padrinho). Mas o fato é que este confronto pode ser realizado a partir de elementos estáveis e verificáveis, o que não se pode imaginar na obtenção das provas obtidas desde bases discursivas, visto que não podemos auditar a memória ou a intenção do narrador, por exemplo. Muito menos garantir por meio de *hashes* que o substrato que suporta a história não se tenha modificado.

⁸¹ Título VI - DOS PERITOS E INTÉRPRETES do Código de Processo Penal brasileiro.

⁸² Artigo 342 do Código Penal brasileiro.

⁸³ Artigo 280 do Código Penal brasileiro.

⁸⁴ Artigo 105 do Código Penal brasileiro.

2.4. O VESTÍGIO NO ÂMBITO DOS CRIMES FINANCEIROS

Há uma particularidade dos vestígios tipicamente utilizados na perícia vinculada a crimes financeiros. São eles (os vestígios): extratos bancários, declarações de imposto de renda, outros relatórios como os relativos a gastos com cartões de crédito, registros de compra e venda de imóveis ou veículos, notas fiscais, demonstrações contábeis, contratos sociais, escriturações de debêntures, atestados de recebimentos de produtos licitados, notas de empenho, notas de liquidação, documentação relativa a cada uma das etapas de processo licitatório e tantas outras possibilidades a depender dos fatos a serem apurados (que abrangem de crimes previdenciários a ambientais, passando por ilícitos fiscais ou fraudes contábeis). É ela (a particularidade): quase totalidade da materialidade admitida nas investigações periciais em crimes financeiros não comprova o fato⁸⁵, propriamente, mas, meramente, o registro do fato. Explico-me contrapondo este gênero vestígio aos encontrados em outras espécies de crime. No caso da droga apreendida, o vestígio é a própria droga. A molécula presente no conteúdo apreendido. As limalhas impregnadas na pele do alvejado a curta distância, com sua existência material, é que são registradas em fotografias e examinadas num local de morte violenta. Mesmo o vestígio digital (a foto de pedofilia - formada não por papel e tinta, mas sim por bits), é, ele próprio, objeto para investigação e perícia. Em contrapartida, o atestado de recebimento não é o recebimento em si. Ocorre de se deparar com um destes documentos que atestam o recebimento de certa quantidade, enquanto verifica-se que bem menos foi entregue. Uma nota fiscal não é a venda mesma, mas seu mero indicativo. É possível que a mesma nota fiscal acompanhe o transporte de dois carregamentos diferentes, procurando acobertar, fraudulentamente, o dobro da carga que deveria. Fenômeno análogo é impensável nos casos de vestígios examinados eles próprios.

Este fato empresta à materialidade vinculada aos crimes financeiros uma camada de subjetividade que remeda as fragilidades das provas calcadas em elementos discursivos - ou seja, traz certos elementos declaratórios, que podem estar subordinados a versões do declarante contrárias à

⁸⁵ Sei bem que a possibilidade de conhecer é posta em dúvida metódica e comprometida de Descartes a Schopenhauer, estando satisfatoriamente ao nosso alcance para o primeiro e afastada de nós (se não em raros momentos de epifania não submetidos ao intelecto) para o segundo. A questão é amplificada em Schrödinger e muitos outros pensadores de relevo mais. Mas percebemos que, se procurarmos alcançar esta profundidade de debate, nem eu serei capaz de conduzi-lo nem sequer está comprovado que há crime neste ambiente metafísico.

verdade factual. Técnicas como a da circularização - que procura obter de mais de uma fonte comprovações documentais do mesmo episódio⁸⁶; preferir informações prestadas por parte não interessada⁸⁷; preferir informações vindas de sistemas permanentes e auditáveis⁸⁸, entre outras, buscam minimizar os efeitos nebulosos.

Ainda que feitas tais ressalvas, que implicam que, a qualquer tempo (inclusive durante a perícia⁸⁹), a correspondência dos documentos aos fatos possa e deva ser posta em questão, ainda assim o debate se dará em termos mais lípidos. Ou seja, ao cabo estar-se-á discutindo, por exemplo, se uma nota fiscal extraída da base de dados da Receita Federal, à qual corresponde um fluxo financeiro entre comprador e vendedor contemporâneo e de igual valor - comprovado por extratos bancários fornecidos pelos próprios bancos - são documentos bastantes para provar determinada transação ou se fazem parte de uma grande fraude envolvendo todos os atores (auditores, bancários, peritos...) para incriminar o acusado. Aí, mais uma vez, resta preservada a cadeia lógica que estabelecemos anteriormente: o material, o método e as conclusões são todos elementos passíveis de serem postos em dúvidas. Mas havendo idoneidade do material, rigor no método e vinculação estrita das conclusões a ambos, se salvam-se os dois primeiros, logo estarão preservadas as últimas.

⁸⁶ Consideremos um depósito de \$100,00 constante no extrato da conta de Fulano no banco A, tendo como remetente Beltrano, cliente do banco B. Se formos capazes de verificar, na mesma data, uma transferência de \$100,00 para Fulano no extrato da conta de Beltrano, encaminhado pelo banco B, poderemos ter mais segurança da veracidade da informação.

⁸⁷ O registro do carro no DETRAN em detrimento da ausência do bem na relação de bens na declaração de ajuste anual do imposto de renda (DIRPF).

⁸⁸ O sistema bancário deve ser capaz de manter sua funcionalidade de maneira permanente, sem o que colapsa o próprio serviço bancário. Quando uma informação é extraída diretamente deste sistema, é mais provável que corresponda à realidade do que um documento avulso, como um contrato de compra e venda.

⁸⁹ As informações bancárias costumam servir à confecção de laudos periciais financeiros de maneira central e privilegiada. Contudo, em um caso em que a quadrilha investigada contava com a oportunidade de ter um banco como joia da coroa de seu grupo econômico, a quebra de sigilo bancário poderia ter levado a falsas conclusões. Eis um caso didático em que a materialidade tem elementos de vício e inidoneidade. Além de terem se abstido de fazer diversas comunicações (exigidas por lei) ao COAF, se eximindo de implicar empresas e pessoas vinculadas ao grupo e ao banco, obliteraram linhas dos extratos bancários encaminhados. O artifício apenas pôde ser notado a partir da diligência de se conferir os saldos linha a linha e, suplementarmente, procurando circularizar a informação quando a origem ou destino eram bancos diversos. Por tratar-se de caso pretérito, o procedimento teve que ser desenvolvido ao longo dos exames periciais. Atualmente a conferência de saldos está disponível nas ferramentas computacionais utilizadas. Sublinhe-se que, neste caso, a fonte da informação confundia-se com a parte investigada.

2.5. CERTOS CRIMES FINANCEIROS

Finda minha longa digressão em três atos, parece o assunto resolvido e talvez a leitora ou leitor que aguentou até aqui já esteja se perguntando por quê iniciar um trabalho para alcançar um arremate tão inosso. Talvez as próximas seções não sejam menos insípidas, mas espero poder convencer vocês de que o problema que se nos apresenta é mais sutil e de difícil enfrentamento. Se conseguir bem descrevê-lo e sugerir um panorama das tarefas a serem enfrentadas pelos órgãos de persecução penal, em particular pela perícia dedicada a estes temas, terei alcançado o que pretendia.

Afinal, de quais crimes pretendo tratar e por que se diferenciam dos demais crimes financeiros? Novamente, ao invés de tentar descrever este grupamento de maneira abstrata, recorrerei a exemplos concretos que, somados, provavelmente serão capazes de construir a ideia dessa classe de crimes de interesse. Ao contrário dos exemplos fictícios dados até aqui, tratam-se todos de casos reais, dos quais me absterei de revelar os dados das pessoas físicas e jurídicas envolvidas⁹⁰. Após apresentá-los procurarei recorrer às ideias suscitadas ao longo deste capítulo, à luz das quais pretendo conseguir sistematizar as discussões vindouras.

2.6. CASO 1:

A empresa Cerebelo de “locação de programas de computador” fundada em maio de 2012, com um investimento inicial de R\$ 10.000,00, tem sua primeira alteração contratual em julho do mesmo ano, na qual modifica o quadro societário e a participação da única sócia que figurava na composição anterior passa a ser de 99%⁹¹ do capital social. O balanço patrimonial⁹² da empresa, fechado ao fim deste ano, incorpora nos ativos imobilizados R\$ 8.171.878,00 referentes a *softwares* (sistema de *home broker*). Tal incremento patrimonial se deve a reavaliação de ativos,

⁹⁰ As nomenclaturas das empresas e pessoas físicas foram modificadas e seus dados identificadores (CNPJ, nome de sócios, etc.) foram omitidos.

⁹¹ Todas as informações deste primeiro período podem ser extraídas da ficha cadastral completa da empresa, que contém o registro do ato de constituição e da primeira alteração do contrato social, entre outros documentos que precisarei citar mais adiante. A ficha está registrada na Junta Comercial de São Paulo (JUCESP).

⁹² Só temos conhecimento deste balanço patrimonial, juntamente com as demais demonstrações contábeis (DRE, DFC, DOAR, notas explicativas), em 31/03/2014 - quando foi registrado na JUCESP por ocasião da incorporação da Cerebelo pela Turning - ato de que trataremos detidamente a seguir.

realizada por um assim nomeado laudo⁹³, que, a partir do método de fluxos de caixa futuros⁹⁴ descontados a valor presente (o mais vastamente utilizado para *valuation* de empresas e outros ativos para os mais diversos fins: fusões, aquisições, decisões de compra ou vendas de ações, enfim.), estima o *valor justo* dos ativos (*home broker* e outras melhorias) detidos pela empresa. As demonstrações contábeis da entidade (veja nota de rodapé 92) denotam que ela não angariou qualquer centavo a título de receita operacional nos exercícios analisados. Ela é incorporada pela empresa Turning em março de 2013. A incorporação só é registrada na Junta Comercial em março de 2014.

A empresa Turning é constituída em agosto de 2012 com capital social de R\$ 1.000,00 e até março do ano seguinte passa por duas alterações contratuais. Na segunda é que incorpora a empresa Cerebelo, aprovando o balanço em que esta registra o ativo reavaliado, homologando também o respectivo laudo de avaliação. O capital social da nova empresa, nomeada de Isto É, é composto da seguinte forma⁹⁵:

| Componente | Valor | |
|--|------------|---------------------|
| Capital inicial da Cerebelo | R\$ | 10.000,00 |
| Reavaliação de ativo (home broker) da Cerebelo | R\$ | 8.171.878,00 |
| Capital inicial da Turning | R\$ | 1.000,00 |
| Subscrição de novas cotas | R\$ | 122,00 |
| Total | R\$ | 8.183.000,00 |

Figura 17: COMPOSIÇÃO DO CAPITAL DA TURNING

Na primeira alteração contratual da empresa resultante da incorporação estrutura-se uma reformulação societária na qual a empresa Golf - já detentora de 67% do capital social desde a criação da Isto É - passa a figurar com 99% das cotas. Aspecto curioso é o valor de aquisição das cotas (até então em paridade 1 cota = R\$ 1,00) negociado, nesta queima de estoque, a um valor cerca de cem mil vezes menor: 1.882.090 de cotas de um dos antigos sócios é cedida à Golf pela

⁹³ Também anexado à ata da assembleia que aprova a incorporação da Cerebelo à Turning - registrada na JUCESP.

⁹⁴ Fluxos de caixas futuros, evidentemente, só existem na expectativa do avaliador. Assim como a taxa de desconto utilizada. Evidentemente há discussões sérias a respeito de quais métricas utilizar e de como estabelecê-las. Porém, subsiste o caráter inexorável da introjeção de expectativas na avaliação dos ativos.

⁹⁵ Fonte das informações são os documentos registrados na JUCESP pela própria empresa tais como atas de assembleias e documentação suporte, como balanços, documentos pessoais e afins.

bagatela de R\$ 20,00 e 818.300 cotas de outro antigo acionista vendida à mesma empresa pelo preço de R\$ 10,00. O sócio majoritário da Golf (pessoa física), é que deterá o 1% das cotas restantes. A aquisição deste percentual se deu de maneira não menos curiosa. No mesmo ato, 81.830 cotas, adquiridas pela Golf de um dos antigos sócios da Turning, são entregues a seu proprietário ao preço total de R\$ 1,00. O novo quadro societário que vigora após essas modificações é o seguinte⁹⁶:

| Sócio | Cotas | Percentual do Capital | Valor em Reais |
|---------------|-----------|-----------------------|------------------|
| Golf | 8.101.170 | 99% | R\$ 8.101.170,00 |
| Guedes Freire | 81.830 | 1% | R\$ 81.830,00 |

Figura 18: COMPOSIÇÃO SOCIETÁRIA DA TURNING

A sequência de anomalias não cessa, visto que, depois de toda negociação nos moldes que tratamos o capital social da empresa continua remontando a R\$ 8.183.000,00 e não ao preço de negociação. Não dispusemos dos dados bancários, neste caso específico, mas talvez possamos presumir (sem, contudo, comprovar) que as formalidades aceitas nas documentações mantidas na JUCESP não tenham tido lastro em fluxos financeiros reais.

Em novembro de 2015, a Isto É é convertida em S.A. As cotas são transmutadas em ações, o capital social e a distribuição acionária mantêm-se inalterados. A mesma assembleia que aprova a modificação da natureza jurídica também elege a nova diretoria - composta por duas pessoas, que são cônjuges entre si, uma das quais é Guedes Freire controlador da Golf e, conseqüentemente, da própria Isto É - que passam a perceber rendimentos de R\$ 10.000,00 mensais da companhia. Ou seja, um mês da remuneração aos diretores supera o capital investido (assim considerado o montante que não foi fruto do processo de reavaliação de ativos).

No mês seguinte (dezembro de 2015) a recém-criada sociedade anônima emite 3.000 debêntures, perfazendo o montante de R\$ 30.000.000,00 com as seguintes características: 3.000 debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária⁹⁷, com garantia adicional real de

⁹⁶ O valor em reais, expresso na última coluna é uma mera conversão do percentual da participação societária de cada sócio a valores em reais, tomando-se em conta o capital social constante no contrato social. O modo pelo qual a modificação do quadro societário se deu formalmente indica que a integralização de capital teria sido um ato fictício.

⁹⁷ Implica que o credor não terá qualquer preferência no recebimento de dívidas sobre quaisquer outras categorias: fornecedores, trabalhadores ou outros com os quais a empresa tenha incorrido em dívidas. Não sei se para o caso

1.636.600 ações da emissora⁹⁸, em série única, para distribuição pública, com esforços restritos⁹⁹ de colocação e vencimento em 26/01/2023 da Isto É, no valor total de R\$ 30.000.000,00, tendo como agente fiduciário Scheme DTVM LTDA, contando com intermediação de Gradiente Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários, oferecendo aos debenturistas remuneração de juros, correção monetária, além de participação nos lucros e em alienações de ações da emissora, a serem pagos conforme cronograma e métodos estabelecidos no documento particular de escrituração a partir de 26/01/2020. A classificação de risco deve ser provida pela agência de rating Constantin Ratings. A escrituração das debêntures é realizada em instrumento datado de 26/01/2016, registrado na JUCESP em 07/03/2016.

Outros aspectos gritantes indicativos de fraude se avolumam - mas não são essenciais para se compreender o mecanismo fraudulento - servirão apenas para retirar quaisquer dúvidas que ainda pairam sobre os espíritos mais condescendentes. São elementos mais anedóticos do que estruturantes do esquema. Isso não tira deles a relevância, mas me permite deixá-los em suspense até que conclua a narração. Pretendo revelar antes que quem adquiriu os tais papéis foram fundos diversos, destacadamente fundos de pensão de municípios que funcionam sob o regime de RPPS. Neste particular, a nota de rodapé 99 talvez sugira o caráter premeditado da operação. Ou seja, pode se cogitar a possibilidade de que a emissão das debêntures tenha se dado sob a modalidade de colocação com “esforços restritos” para que não houvesse seu oferecimento público e a fragilidade de seu substrato fosse desnudada. Um investidor qualificado, por tudo que tratamos até o momento, não haveria de optar por sua aquisição sem que fosse partícipe.

narrado o fato é assaz relevante, mas importa que, reconhecidas ou realizadas dívidas pela companhia, o adquirente destas debêntures deve entrar na fila comum para recebimento em caso de descontinuidade ou litígio. Já veremos como as obrigações desempenharam um papel central para a destinação dos valores recebidos com a venda das debêntures. As despesas com remuneração dos diretores, já mencionadas, são apenas uma delas.

⁹⁸ Já se pode pressentir que tais garantias valerão nada muito em breve, quando a história avançar. A obviedade, contudo, é-nos de valia pois a aquisição, nesta altura dos acontecimentos, foi concretizada sem alarme de qualquer dos partícipes - nem custodiante, nem administradora, nem entidades de supervisão, nem cotistas do fundo adquirente, como já se verá. Ou seja, para todos os efeitos, aqueles papéis poderiam valer o preço pelo qual foram comprados e suas garantias também.

⁹⁹ Um dos laudos periciais dedicados ao caso específico procura esclarecer ao juízo a que se destina que, por força da instrução 476 da CVM “*A expressão ‘esforços restritos’, significa que os ativos não serão oferecidos de maneira ampla, por intermédio de meios de comunicação ou lojas e sim deverão ser ofertados a um número limitado de investidores profissionais. Estão neste rol de investidores, por exemplo instituições financeiras, consultores autorizados pela CVM, **gestores de fundos de investimento**, de forma que, para este gênero de negócio, fica exigida e pressuposta a expertise do adquirente, bem como a diligência dos atores distribuidores quanto à transparência relativa à prestação de informações contábeis, financeiras e de negócios sobre a empresa emitente.*” (grifos meus)

A última afirmação talvez pareça açodada, mas é ela que nos permitirá começar a enumerar os demais aspectos burlescos da trama. Guedes Freire, controlador e diretor da Isto É, bem como sua esposa, são ambos diretores da Gradiente, responsável por distribuir suas debêntures. As empresas, inclusive, funcionam no mesmo endereço, que também é compartilhado pela Cerebelo e por outras pessoas jurídicas que compuseram os quadros societários das companhias aqui mencionadas. Além do mais, a mesma Gradiente figura como administradora¹⁰⁰ dos fundos que adquiriram as debêntures enfocadas. O laudo pericial ainda anota que a Gradiente foi a destinatária do laudo de reavaliação de ativos, que inflou o patrimônio da Cerebelo, nos seguintes termos:

“As demonstrações contábeis da Cerebelo para 2016 (mais especificamente a demonstração do resultado do exercício – DRE) atestam que, desde sua fundação, a empresa jamais auferira qualquer receita operacional. Isso significa que o software avaliado, nunca produzira qualquer resultado para a companhia. O fato adquire contornos ainda mais inesperados ao se ponderar que sua precificação utiliza o método de fluxo futuro de renda descontado, ou seja, a partir de valores esperados de receitas futuras e, arbitrada uma taxa de desconto, procura-se estimar o valor presente do ativo. Ainda mais inusitada é a constatação de que a empresa à qual se endereça a avaliação do intangível é diversa: Gradiente Corretora de Câmbio Títulos e Valores Mobiliários. (...) O resultado é que o laudo se agarra em estimativas de variáveis macroeconômicas, ressalvas e *‘informações obtidas junto a profissionais da Empresa, as quais foram consideradas verdadeiras, uma vez que não faz parte do escopo de nossos trabalhos qualquer tipo de procedimento de auditoria e não assume qualquer responsabilidade futura pela precisão das informações.’*”¹⁰¹

As relações com partes relacionadas também foram centrais para que os ingressos decorrentes das emissões de debêntures fossem rapidamente drenados da companhia, e, após pulverizados, seu subsequente rastreamento restasse dificultado. A auditoria independente registra que:

“Em nossos exames de auditoria verificamos que a entidade possui registrado na rubrica ‘partes relacionadas’ o valor de R\$10.558 mil, referente a acordo de investimento

¹⁰⁰ Informação constatada pela equipe do Laboratório de Tecnologia Contra Lavagem de Dinheiro LAB-LD da DELECOR/SP (delegacia de combate ao crime organizado da Polícia Federal em São Paulo) a partir da base de dados da CVM e CADPREV.

¹⁰¹ Os nomes das empresas foram modificados também na citação. O trecho em itálico corresponde a citação do documento de reavaliação de ativos feita no laudo pericial consultado.

firmado com a Gradiente Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A., sendo que pelos documentos de controle interno disponibilizados pela Companhia, não nos foi possível expressar uma opinião sobre a realização destes investimentos, nem como avaliar o potencial destes investimentos retornarem para a entidade.”¹⁰²

O laudo pericial ainda aponta que os investimentos em partes relacionadas houvera crescido de R\$ 1.285.642,00, em 2015, a R\$ 22.559.282,00, em 2016. Não estão contabilizados na rubrica os montantes apontados pelos auditores independentes. O documento sublinha, outrossim, que constava expressamente no documento de escrituração das debêntures que o valor recebido estaria destinado a:

- “i. Realização de aportes de capital para a compra de participações societárias e/ou portfolio de produtos de empresas que possam gerar sinergias de receita ampliando a gama de produtos ofertados de forma que a Emissora possa aumentar sua participação de mercado e auferir sinergias operacionais.
- ii. Reforço de caixa ou capital de giro de sociedades controladas e coligadas da Emissora, ficando a forma a critério da Emissora.”

Se as ações da emitente dadas em garantia já se anunciavam como pó, a participação dos debenturistas nos lucros se afiguraria ainda menos plausível. Destaca o laudo pericial:

“Nas demonstrações contábeis referentes ao ano de 2016, há, ainda, dados capazes de recuperar aspectos históricos da empresa, em especial os contidos nas demonstrações de mutações do PL. Aí se revela que em 31/12/2014 acumulavam-se prejuízos de R\$ 5.933.651,00. A este montante, adere-se o resultado negativo de R\$ 90.839,00 no exercício de 2015. Os lucros futuros são uma expectativa e sua concretização pode não repetir as taxas pretéritas, porém, diante do contexto empresarial apresentado, a aquisição das debêntures, tendo como objetivo a participação nos lucros se mostraria arriscada.”

E conclui a auditoria independente:

“As demonstrações financeiras foram preparadas no pressuposto da continuidade normal das atividades da Companhia. Entretanto, existe a incerteza relacionada a continuidade

¹⁰² Extraído do parecer dos auditores independentes, cuja identificação também foi omitida.

operacional da Companhia. Observamos que a Companhia apresenta resultado negativo recorrente, ou seja, não obtendo resultado suficiente para arcar com o valor de suas despesas, o que sugere que a Companhia venha necessitar de novos aportes de capital por parte dos acionistas, ou na captação de recursos externos.”

Nos contos policiais não se haver felicidade no fim. Os fundos de pensão estão a compartilhar entre seus condôminos os prejuízos havidos com os papéis podres que adquiriram. Mas, contado o conto, ainda me resta explicações a dar. Afinal, como um caso grotesco como este, repleto de pistas estapafúrdias foi, em certo momento do trabalho, classificado como “sofisticado”? Qual afinal sua diferença, por exemplo, para uma fraude em licitação convencional?

2.7. DISCUSSÃO DO CASO 1

Espero que o conjunto de casos escolhidos sirva para consolidar a resposta à segunda questão retórica do parágrafo anterior. Mas comecemos imediatamente um esboço a partir de uma interpretação possível e da justificativa de porquê ter escolhido este no meio de outros inúmeros casos de fraudes a fundos de pensão. A quadrilha, neste episódio, teve a discricção de um carro abre-alas. E, embora fundamentais para comprovação da fraude, esses elementos vinculados ao descuido com o acobertamento das provas, são absolutamente laterais. Veja se não é possível economizar tantas laudas e transformar o essencial do caso em trecho mais enxuto que uma notícia de jornal. Assim:

Trata-se de uma empresa de fachada, que inflou seu patrimônio valendo-se do artifício de avaliação de ativos intangíveis. O subterfúgio deu aparente robustez patrimonial à companhia, o que permitiu que realizasse emissão milionária de debêntures. O fez sob a modalidade de colocação no mercado com “esforços restritos”, restringindo os potenciais adquirentes ao rol de investidores qualificados e, concomitantemente, reduzindo a publicidade da oferta. Isso viabilizou a aquisição destes títulos, sabidamente podres, por gestora de fundos de previdência com quem estava em conluio. Os recursos angariados com as vendas dos papéis foram rapidamente destinados a empresas e pessoas do grupo, sob a aparência de investimento em partes relacionadas, despesas pré-operacionais e outros contratos (em boa parte meramente

fictícios) a fim de ter seu rastreamento e recuperação dificultados - em benefício da quadrilha e em prejuízo dos fundos. Fim.

Nada além do que está escrito no parágrafo anterior teria de estar presente na situação fraudulenta. E este é o fato preocupante para o sistema de persecução penal. A confusão sucessória entre empresas; as burlas relacionadas às modificações societárias; a coincidência de endereços; a coincidência entre sócios da emissora das debêntures e da administradora do fundo; o fato de não haver um único centavo de receita operacional (sequer simulada)... Tudo isso seria contornável pela quadrilha com alguma facilidade e não precisaria estar vastamente documentado como esteve neste caso.

Ou não seria possível que a empresa de fachada já fosse inicialmente montada em nome dos seus detentores finais e só após tivesse seus ativos reavaliados? Ou ainda fundada em nome de testas de ferro de quem os líderes obtivessem nomeação como componentes do quadro administrativo, podendo, nessa condição, contratar pela empresa, movimentar contas bancárias, endividar, investir em coligadas, etc.? Ou não seria possível que fosse fundada com um capital social bem maior, visto que jamais fora integralizado mesmo? Ou não seria viável que se utilizasse uma empresa qualquer que tivesse algum lucro operacional, ainda que com notas emitidas em favor de empresas do próprio grupo ou mesmo não correlacionadas? Ou não seria possível despender uma fortuna com serviços, como por exemplo o que ensejou a reavaliação dos ativos pagando efetivamente apenas pequena parcela, desviando assim os recursos da empresa? Ou seria inviável atribuir endereços diversos às empresas, ainda que para isso se alugasse uma sala em Barueri?

Não argumento, com isso, que, desta forma, pudesse existir o crime perfeito. Tudo o que pretendo insinuar é que, do modo como as evidências berraram por si, há razões para supor que até mesmo o mais garantista ou comedido dos juízes haveria de estar convicto das práticas criminosas. Ocorre, todavia, que as evidências de maior estridência foram muito mais as acessórias do que as que seriam necessárias para estruturar o golpe. Escamoteadas ou amenizadas essas provas, ainda que as pudéssemos reconstituir, talvez o fizéssemos em bases muito mais brandas e dúbias. E então tivéssemos que centrar esforços na comprovação do centro da fraude: a reavaliação dos ativos e a emissão de debêntures por uma empresa incapaz de gerar lucros operacionais e, em consequência disto, fatal e sabidamente inadimplente. Depois na comprovação de vínculo entre

emitente e administradora e na aquisição dos papéis de maneira deliberadamente lesiva aos fundos.

Neste caso, vejamos o gênero de problema que estaria diante de nós e o tipo de prova que seria requerida. A reavaliação de ativos, a sua precificação a *valor justo*, é perfeitamente legal e, sob certos limites, extremamente elástica (em especial quando se trata de intangíveis). Tomando o caso em tela, de acordo com a norma¹⁰³, o ativo intangível deveria ter sido reavaliado segundo seu *valor justo*, que é uma expressão que carrega ares medievais inspirada nas *démodé* corporações de ofício, mas que estimula o registro contábil de diversos itens a um preço compatível com o de uma troca voluntária em situação de não coerção ou desvantagem a nenhuma das partes. O parâmetro mais imediato, segundo o pronunciamento específico¹⁰⁴, são os preços em mercados regularmente estabelecidos de bens comparáveis. Se admitirmos o consagrado método de fluxos futuros de renda descontados como um bom meio de se estimar o valor pelo qual o ativo poderia ser negociado, temos que a prática é elegível para se alcançar o *fair value*. O que faz as manobras narradas saltarem aos olhos de maneira tão atroz não é a prática da reavaliação em si (nem mesmo a variabilidade na precificação, que poderia ser muito bem assimilada dentro de parâmetros condescendentes), mas é o fato de o ativo sequer ter sido contabilizado preteritamente e, por ocasião de sua reavaliação passar a valer praticamente a totalidade do capital social! Mas tal audácia não é pré-requisito para malfeitos desta estirpe. Excluídos os elementos pitorescos, estaríamos aqui a discutir com trejeitos de seriedade se a taxa de desconto escolhida estaria compreendida entre balizas praticáveis e se as receitas futuras preditas, ainda que frustradas, poderiam ser críveis. Aqui, portanto, temos dois elementos essenciais para admitir a volatilidade nas avaliações: 1) O caráter singular do produto, que embora pertença a uma classe conhecida de bens (softwares) pode, eventualmente, ser tão diferenciado que, de fato, venha a propiciar fluxos futuros de renda desta monta (abundam exemplos de sucesso e de fracasso a este respeito); e 2) A introjeção das expectativas futuras na composição da avaliação presente do bem, as quais, evidentemente só poderão ser aferidas

¹⁰³ Segundo norma CPC 04 (Ativo Intangível) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis: *Após o seu reconhecimento inicial, se permitido legalmente, um ativo intangível pode ser apresentado pelo seu valor reavaliado, correspondente ao seu valor justo à data da reavaliação. Para efeitos de reavaliação nos termos do presente Pronunciamento Técnico, o valor justo deve ser mensurado em relação a um mercado ativo. A reavaliação deve ser realizada regularmente para que, na data do balanço, o valor contábil do ativo não apresente divergências relevantes em relação ao seu valor justo.*

¹⁰⁴ Segundo norma CPC 46 (Mensuração do Valor Justo) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis.

quando o futuro chegar. Ambos os elementos podem ser deliberadamente fraudulentos (ainda que procurem simular ares de atinência com a normalidade) ou terem compromisso com a correção na precificação. Acontece que mesmo a estimação feita com finalidade de alcançar um preço condizente com o praticado, pode, a depender do caso tratado, desviar-se sobremaneira¹⁰⁵. E neste instante instauram-se os tons de cinza na discussão entre o que é fraudulento e o que não é. Excetuados os casos hiperbólicos, como o trazido à discussão, talvez estejamos condenados ao ambiente nublado. E será necessário discutir como enfrentá-lo.

Passemos ao segundo aspecto essencial para a estruturação da fraude. A emissão das debêntures parece repetir cada passo da análise dedicada à reavaliação do ativo. Por tratar-se, igualmente, de prática corriqueira e lícita. Novamente, o que chama a atenção e persuade da existência de fraude é o fato de que a capacidade de gerar receita por parte da empresa seja rigorosamente nula e que o montante emitido seja muito superior a quaisquer mutações do patrimônio havidas na entidade, exceto pela reavaliação do ativo intangível. Mais uma vez, a desfaçatez não é requisito *sine qua non* para que uma operação desta espécie seja realizada e, houvesse sido feita em termos mais amenos, passaríamos a debater em bases muito mais dúbias se a aquisição destes papéis pelos fundos teria se dado por um erro de avaliação da gestora¹⁰⁶ ou graças a conluio entre emissora e administradora, com o intuito de lesar o fundo. O aspecto secundário - que diz respeito não à emissão propriamente, mas às circunstâncias kafkianas sob as quais se deu - é que praticamente

¹⁰⁵ Recorra-se, por exemplo, aos mercados futuros de contratos padronizados na B3 (futuros de dólar, de café, de soja...). O ambiente da *clearing* para negociação destes contratos consolidados é praticamente a quimera dos economistas clássicos se pensarmos que uma série das chamadas imperfeições de mercado estão minimizadas ou ausentes: assimetria de informação, heterogeneidade dos bens, barreiras à mobilidade de capitais, custos de transação, configuração de monopólio ou monopsonio, enfim. A formação de preços está se dando num ambiente em que a mão invisível é capaz de operar sem maiores restrições. Ainda assim, a volatilidade observada pode ser muito grande. Ou seja, por tratar-se de mercados em que as expectativas são inexoravelmente componentes dos preços negociados, a despeito das condições de mercado que convergem às de livros-texto, as correções dos preços praticados são observadas constante e abruptamente em certos contextos. É pouco crível que se tratem de alterações fraudulentas. As negociações dependem da ação de vendedores e compradores que, coletivamente, determinam os preços correntes da maneira pretensamente mais vantajosa para si. Não me ocorre exemplo melhor para a comprovação de que um processo descentralizado de formação de preços entre partícipes que desejem acertar, acabe por incorrer em erros muito relevantes. Porque nas expectativas (assim como no futuro) cabe quase qualquer coisa. Boas histórias (sejam sérias ou cínicas) são capazes de tornar quase qualquer aposta plausível.

¹⁰⁶ Erros de avaliação na aquisição ou venda de ativos financeiros, como pretendi argumentar na nota de rodapé 105, são assaz comuns em contextos idôneos (ou inidôneos). Ocorre que, ao contrário do que se passa em outros mercados (como os mercados à vista de bens homogêneos) nos quais os parâmetros que circunscrevem uma decisão costumam ser muito mais claros e estáveis, a variabilidade justificável nos contextos que aqui tratamos é muito maior. Se isso for verdadeiro, torna-se difícil que as discussões acerca de preço ou outros parâmetros sejam conclusivas a ponto de descartar determinada operação, peremptoriamente, como um ato de gestão idôneo. E se for inviável estabelecer tal comprovação por meio de indicadores objetivos, talvez já estejamos prestes a escapar do terreno pericial para realizar discussões esotéricas a respeito de aspectos anímicos dos imputados.

nos pouparia de averiguar os dois últimos passos. Dito de outro modo, o fato de um calouro de contabilidade poder intuir que os papéis eram um mau investimento, praticamente nos exime de comprovar que um investidor qualificado, gestor de um fundo de previdência, os tenha adquirido sem ter parte no esquema, causando, sabidamente, prejuízo ao fundo que administra. Mas, extirpados os aspectos absurdos privativos do caso, restantes os parâmetros (eventualmente frouxos, mas admissíveis) das negociações de ativos habituais, voltaríamos a ter a necessidade de esgotar tal debate de maneira pouco assertiva e nos vermos às voltas com algo muito típico das provas discursivas: procurando comprovar a intenção, afirmar o dolo, atestar a vontade. E a nesta seara, via de regra, ao menos no que diz respeito aos vestígios tipicamente financeiros, mínguas elementos materiais que possam sustentar quaisquer conclusões robustas.

O terceiro atributo estruturante, segundo penso, seria a comprovação do vínculo, ou ainda, se possível, do efetivo conluio entre as partes (neste caso administradora dos fundos e empresa emissora). A tarefa é corriqueira na investigação de muitos tipos de crime, mas nem sempre se oferece à demonstração assim tão despidoradamente. De todo modo, não vislumbro, neste particular, qualquer especificidade probatória decorrente do tipo de crime enfocado.

O quarto e derradeiro elemento fundamental da prática delitiva narrada (e, se a tomarmos como espécime de um gênero criminoso, de outros tantos de mesma lavra) teria sido a aquisição das debêntures feita adredemente e não por erro de julgamento admissível em qualquer atividade de investimento. Houvesse se demonstrado os passos anteriores, esta constatação seria resultante lógica e necessária. Contudo, abstraído o caso em discussão e tomada uma perspectiva mais geral, cabe notar a natureza do que se pretende investigar e indagar-nos: se dependêssemos de provar o que se anseia apenas a partir dos vestígios econômico-financeiros, poderíamos ser bem-sucedidos? Veja que procuramos constatar a intenção, o caráter premeditado, proposital. Evidentemente não é uma prova trivial e, portanto, um terreno adicional para obnubilações. Afastada a possibilidade de se estabelecer limites concisos que permitissem qualificar um investimento como atípico, excêntrico, suspeito, talvez nos manque um instrumento para procurar discernir uma operação fraudulenta do erro ou ainda da tomada de risco.

2.8. CASO 2

Este caso é substancialmente mais complexo e envolve uma rede de empresas de participações que controlam fundos de investimentos, que controlam outros fundos, que investem em empresas, que são controladas por outros fundos vinculados a uma instituição financeira, que amalgamava toda a quadrilha. Se optasse por narrá-lo aos moldes que fiz com o caso anterior, talvez transformasse a dissertação em uma novela - o que não é desejo de nenhum de nós. Portanto, além de mutilá-lo, tomando-lhe apenas um evento simbólico e ilustrativo do todo, preferirei contá-lo desde o fim até o começo: revelando, de pronto, qual a fraude e, só posteriormente, apresentando os elementos materiais que, confio, poderão persuadir o leitor ou leitora de que estamos diante de um enredo criminal.

Eis que essa teia de pessoas jurídicas diversas estabelecidas em torno de um banco brasileiro, o S. Bestê¹⁰⁷, compreendeu que poderia concentrar as operações que resultaram em prejuízos em um único braço do grupo. Se, por sua vez, este braço fosse composto de fundos e empresas de participações suficientemente pulverizados entre partícipes não pertencentes ao grupo, as perdas e prejuízos estariam compartilhados com estes investidores e, portanto, assaz minimizados. Em contrapartida, o restante dos fundos e companhias do conglomerado se veria com as contas sanadas, com mutações patrimoniais positivas, maior capacidade de investimento e o bom nome na praça. O fluxo de papéis podres para o ramo condenado não se dava, evidentemente, por meios transparentes e mediante contrapartidas justas. Fluxos financeiros ou ativos sanados de uma parte tomavam os postos dos ativos podres de outra através de uma série de operações que buscavam escamotear as trocas espúrias.

Não apresentarei provas nem sequer descreverei em minúcias o que está enunciado no parágrafo anterior. Nem exorto que se tome o introito como verdade revelada. Ele visa apenas apresentar o contexto maior, ainda que se desconfie de sua veracidade, da operação que procurarei contar e dizer que base material se obteve para constatá-la. Esta operação, mesmo tomada fora do contexto que apresentei, consiste em estratagema fraudulento e capitulável em tipos penais. Observarão, contudo, que, à maneira do que ocorreu no caso pretérito, não fossem certos

¹⁰⁷ Como fiz no caso anterior e farei no caso subsequente, troquei os nomes de todas as pessoas físicas e jurídicas que precisar mencionar e emitirei demais dados que permitam sua identificação.

elementos de espalhafato ou alguns episódios laterais incriminadores, talvez acabássemos por ter que discutir, novamente, se a operação foi apenas decorrente de azar, obra do imponderável ou fruto da imperícia dos gestores ou, se, ao contrário, teria sido realizada como fraude. Então nos depararíamos com a mesma questão indesejada e tormentosa para ser resolvida através da prova pericial baseada em vestígios tipicamente econômico-financeiros: a de comprovar o dolo, atestar a premeditação, encontrar a substância da intenção. Vamos aos fatos.

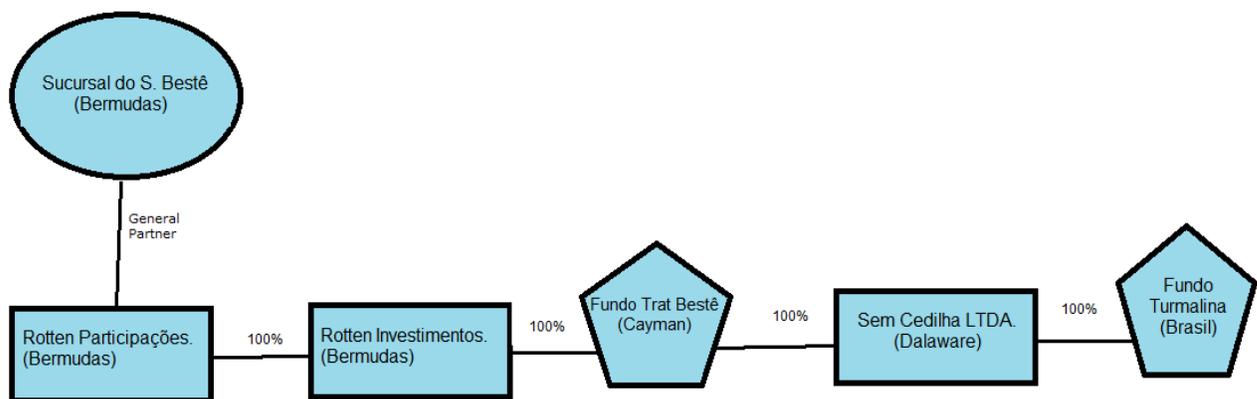


Figura 19:DIAGRAMA GRUPO S. BESTÊ

Cada um dos entes representados na figura acima (reproduzida estilizada e com as nomenclaturas modificadas, colhida no sítio da própria Rotten Participações à época) pode ter múltiplos vínculos com controladas diversas, que foram excluídos do diagrama para destacar o caminho que conduz da Rotten Participações ao FIP Turmalina - que nos será de maior interesse. Repare que a Rotten Participações é *General Partner* da Rotten Investimentos, que detém a totalidade das cotas do Fundo Trat Bestê, o qual é sócio único da Sem Cedilha, que é proprietária exclusiva do FIP Turmalina. Portanto, qualquer resultado (positivo ou negativo) obtido pelo Fundo Turmalina é completamente assimilado pela Sem Cedilha, que por sua vez o retransmite, sem quinhoeiros, por todo o fio, até a Rotten. Em resumo, o prejuízo do Turmalina (ou de qualquer outro elo dessa corrente) é, todo ele, resultado negativo a ser assimilado pela Rotten.

A Rotten tem suas ações negociadas na B3 por meio de BDRs. Portanto, resultados negativos são compartilhados com os demais investidores. Uma das empresas do grupo (atuante na chamada economia real), a rede de franquias de farmácias DRG, era investida da companhia Sem Cedilha

e também de outras empresas do conglomerado que não compõem o tronco dedicado a assimilar os maus negócios. Em determinado ano, porém, após acumular prejuízos de grande vulto por um biênio, os papéis da empresa passam a ser direcionados ao ramo apodrecido, do qual a corrente ilustrada no diagrama faz parte.

Segundo fato relevante comunicado pela DRG, em conformidade com ata registrada na JUCESP, em 2016 a companhia deliberara pelo aumento de seu capital por meio de emissão de novas ações. O fez emitindo o equivalente a cerca de R\$ 400 milhões em ações - o que resultou num aumento do capital de R\$ 1.841.641.846,99 para R\$ 2.241.641.847,67¹⁰⁸. Embora os acionistas da companhia tivessem preferência para aquisição da nova emissão, nas proporções de suas respectivas participações, a única que optou por exercê-la foi exatamente a Sem Cedilha, que despejou os recursos na companhia, diluindo a posição detida pelos demais. Os outros acionistas do grupo, aliás, foram se desfazendo¹⁰⁹ das suas fatias na entidade até que, no balanço¹¹⁰ da DRG no ano de 2017, suas posições aparecem zeradas. O quadro acionário denota que 94,49% das ações pertencem à Sem Cedilha e o restante das ações estava em *free float*.

Mas, de volta à integralização solitária da Sem Cedilha àquela altura na DRG, no prospecto da Rotten Participações para fins de admissão de suas emissões no Euronext de Amsterdam, registra-se o que segue (cambiando os nomes e demais identificadores das companhias):

During the quarter ended March 31, 2016, S. Bestê I, through its subsidiary Trat Bestê, undertook a capital increase of approximately R\$400,000 in DRG S.A. The cash proceeds were used to pay back the loan that was previously shown as “Loans – Merchant Banking investments”.

Em tradução livre, o trecho revela que o aporte realizado pela banda podre, por intermédio da Sem Cedilha, foi imediatamente destinado aos credores do grupo por meio de pagamentos a empréstimos, mitigando assim o risco de terem recebíveis junto a uma companhia declaradamente (no próprio prospecto) insolúvel.

¹⁰⁸ Segundo ata da assembleia que toma a decisão de colocação dessas ações sob a modalidade “esforços restritos”, com preferência a ser dada aos já acionistas da companhia na medida das suas respectivas participações, registrada junto à JUCESP.

¹⁰⁹ Outras componentes do grupo detinham cerca de 65% do capital no ano de 2011 - após já realizado o IPO e pulverizado o capital no mercado aberto - tendo zerado suas posições em 2017.

¹¹⁰ Retirado das demonstrações contábeis da companhia em 2017 - já sob recuperação judicial.

Mas, além de acionista majoritária, a Sem Cedilha, assim como outras entidades do ramo podre, vai se tornando grande debenturista da DRG. A afluência de divisas na DRG é destinada, via de regra, a sanar dívidas com credores vinculados grupo ao invés de procurar reverter o quadro de inviabilidade operacional da rede.

O artifício mais destacado para destinar ingressos vindos da(s) benfeitora(s), me parece, é a utilização de CCBs (cédulas de crédito bancário), que são firmadas e aditadas em profusão. No ano de 2016, por exemplo, a DRG usa esse modo de financiamento, tendo como credor o Banco Tonal. O Laboratório de Tecnologia Contra a Lavagem de Dinheiro - LAB-LD, vinculado à Delegacia de Combate ao Crime Organizado da Polícia Federal em São Paulo, detecta o endosso das CCBs do Tonal à S. Bestê 8 Participações, na mesma data de sua emissão¹¹¹. A S. Bestê 8 Participações é investida do FIP Turmalina, que, portanto, assimila os prejuízos decorrentes da inadimplência das referidas cédulas bancárias, estando o Banco Tonal, todo o tempo, a salvo do risco. Dias após o evento, uma assembleia dos debenturistas credores da 4ª emissão realizada pela DRG, concorda em liquidar seus haveres antecipadamente e a rede de drogarias resolve destinar parte substancial destes ingressos realmente para este fim¹¹². O período final deste parágrafo, como talvez pressintam, não há de ser nenhum *plot twist*. A assembleia dos debenturistas é composta por um único membro, pessoa jurídica, componente da banda saudável do conglomerado.

Em resumo, a operação de financiamento utiliza um intermediário para escamotear o encaminhamento de títulos podres a uma companhia investida pelo fundo que compõe o tronco prejudicado do grupo. A contraparte desse crédito são recursos, parte relevante dos quais é imediatamente drenada ao ramo saudável a título de liquidação antecipada de debêntures. Outras tantas operações do gênero foram postas em marcha, mas não serão aqui exploradas. Nos valem mais as conjecturas decorrentes deste ardil.

¹¹¹ Informação publicada pela DRG aos acionistas na Imprensa Oficial (São Paulo), substrato Empresarial.

¹¹² Atas de ambas assembleias registram-se na JUCESP.

2.9. DISCUSSÃO DO CASO 2

Vou procurar modificar, novamente, a estrutura argumentativa com relação ao que fiz no primeiro caso. Ao invés de buscar separar o que seria fundamental para estruturação das operações enfocadas e o que seria marginal - pois, aqui, certamente as duas faces estariam muito mais emaranhadas¹¹³ - vou sugerir que introduzamos contextos diversos, para indagar se tais artifícios não podem nos conduzir a situações movediças, nas quais assertivas calcadas em elementos materiais sejam temerárias.

Tome-se, de início, o aporte de capital em uma companhia em rota falimentar, para a qual a decisão de reestruturar operacionalmente já foi descartada. Tudo que buscam seus controladores é retirar dela todos os recursos possíveis e minimizar suas próprias perdas, deixando aos credores, funcionários, fornecedores e outros investidores a luta pela apropriação da catarma. Frise-se que, neste caso particular, tal decisão estava impressa nas operações antes mesmo do segundo ano de severos prejuízos por parte da DRG! Ou seja, já houvera sido tomada mesmo em período precedente. É perfeitamente justificável o investimento realizado por parte não correlacionada em uma empresa que apresente resultado negativo em um ou dois exercícios. A *valuation* da DRG feita pelo Banco Tonal, já durante o período de recuperação judicial prediz um futuro de recuperação dos negócios em um cenário em que a aquisição de ações da companhia poderia até ser indicada. Ou seja, a depender dos parâmetros considerados, cenários múltiplos e assaz divergentes são passíveis de ser imaginados. E quem há de ter o poder da onisciência de provar qual cenário será o efetivamente revelado, quais são erros de boa-fé e quais são inidôneos? Nestas circunstâncias, verter recursos em uma entidade como esta pode tornar-se defensável e sua criminalização com base nos questionamentos de avaliações, improvável. E se um gestor de fundo, tendo recebido vantagens no âmbito particular de modo sorrateiro aceita realizar a operação que resultará em diluição do capital dos acionistas majoritários, minorando seus prejuízos? Ou um banco público por influência de um quadro de alto escalão que tenha sido egresso do conglomerado? Ou qualquer outro ator que não pertencesse ao próprio grupo

¹¹³ Talvez seja mesmo possível argumentar que seria inviável ao grupo movimentar tantos recursos sem fazer alarde. De fato já interpuseram uma série de estruturas e operações simuladas para percorrer sua rota obscura. Poderia redarguir sugerindo modos ainda mais velados e tortuosos, mas reconheço a potencial infinitude do recurso e rendo-me, aquiescente com o argumento inicial.

econômico e tivesse razões para alegar informação imperfeita diante apenas das demonstrações da companhia.

Rigorosamente as mesmíssimas indagações podem ser direcionadas a investimentos de credores - seja por meio da aquisição de debêntures, CCBs ou outra forma alternativa. Neste caso, novamente estaríamos a debater sob bases imprecisas e voláteis o dolo na ação. Para fazê-lo, contudo, é necessário reconhecer as características da prova pericial neste contexto e explorar modos para enfrentar os desafios metodológicos que disto sucedem.

2.10. CASO 3

Este é um caso de tipo raro, pois o que permite a compreensão de que se tratou de fraude, em segundo lugar, são os aspectos atípicos ou até inéditos das operações investigadas (os quais podemos classificar em conformidade com os observados nos casos anteriores como elementos de espalhafato), mas, em primeiro e mais destacado lugar, está a particularidade de que o evento detonador contou com uma enorme publicidade, o que o faz prescindir de comprovação, discussão, comunicação ao público, etc. É o caso de um crime consumado na frente de todos, ocupando manchetes de jornais, destaque nos telejornais, programas de rádio e TV (mesmo os não especializados em cobertura econômica). A fraude só se completou com a deflagração das discussões sobre o ato nos círculos informais, nos debates com especialistas, após a inflamação dos atores políticos e, sobretudo, com a combustão do assim nomeado Mercado - usualmente tão sensível a sobressaltos.

Passa que a corporação houvera se envolvido em escândalos (respeitando a tradição que o vocábulo tem no uso pela imprensa nacional) de toda ordem e, de maneira velada, negociava um acordo de delação que poderia vir a envolver personagens relevantes da vida econômica e política do país - prenunciando tempos de severas turbulências institucionais. O ato deflagrador foi posto em marcha com o vazamento à imprensa de que o acordo de colaboração avançara. Situações como esta têm sua dose de excepcionalidade. Todavia, se há raridade no que diz respeito à magnitude e natureza do evento detonador, há um caráter prosaico das operações financeiras atreladas - e isso não deixará de ser sustentado pela própria defesa, como veremos.

O *spoiler* sobre a tática dos advogados de defesa, me permite revelar que um dos motivos pelos quais escolhi incluir este caso aqui é que ele já chegou à perícia na sua fase processual, portanto, temos um material que nos emprestará as seguintes características para exploração: 1) Um fato extraordinário, que pode cumprir o papel revelador de que operações pretensamente corriqueiras consistem, verdadeiramente, em crimes. 2) Operações correlacionadas temporalmente ao fato extraordinário, implementadas com predicados de atipicidade. 3) Quesitos formulados pela defesa que denotam a percepção dos advogados de que haveria uma zona cinzenta à qual convinha que o debate judicial fosse arrastado a fim de que as provas materiais fossem de mais difícil produção. Já tornaremos à discussão filosófica, mas antes convém terminar a apresentação do expediente.

Acresce que às vésperas de alcançar determinado jornalista a notícia sobre o acordo de delação, a empresa cometeu dois atos gerenciais nos quais focarei nossos olhares: 1) A controladora da empresa diretamente envolvida vendeu ações da controlada, tendo recomprado boa parte tempos depois. 2) Negociou contratos futuros de dólar em formatos não padronizados, comprando, ao preço vigente à véspera do fato detonador, divisas estrangeiras para entrega futura.

A história então parece finalizada. Límpida. Toda trama desvendada logo no primeiro capítulo. A empresa acorda sua delação explosiva com o Ministério Público. Prevendo que o fato vá afundar ainda mais a companhia em problemas jurídicos e, conseqüentemente, também econômicos e que a turbulência gerada vá provocar nos agentes econômicos a reação de praxe - correr para os investimentos mais líquidos e seguros, protegendo-se de posições mantidas na instável moeda nacional - faz duas operações: aposta na queda do preço dos papéis da própria empresa (vende a valor corrente esperando poder recomprá-lo a um preço muito menor ou ao menos salvaguardar seu patrimônio que ameaçava pulverizar-se) e na alta do dólar (adquirindo um pacote de dólares a serem entregues no futuro ao valor pago antes da hecatombe). Ao fim, é responsável por deflagrar a turbulência fazendo chegar ao público o que já sabia antes que aconteceria. E é só com a notícia disseminada, estridente, que os efeitos esperados das operações de véspera poderão se dar! Elementar, caros e caras.

2.11. DISCUSSÃO DO CASO 3

Mas a comprovação material exige uma adesão comprometida à dúvida metódica¹¹⁴. E foi à defesa que incumbiu colocar à prova todas as premissas supostamente sólidas e cristalinas. Vamos olhar os quesitos formulados, os estudos de especialistas juntados e outras manifestações feitas pelos advogados dos réus. Sugiro que se procure captar a arguta compreensão dos defensores que, ao perceberem que, mesmo para assuntos presumivelmente evidentes, a prova pode não ser trivial ou privada de embates teóricos¹¹⁵, exigiram que a devida comprovação (na ausência da qual qualquer condenação se torna mais combatida) se fizesse.

Em primeiro lugar encomenda-se a um renomado instituto um estudo a partir do qual se pudesse argumentar que as recompras de ação havidas após a divulgação tinham ares de normalidade. De fato, apresentam um plano de recompra da empresa, mas, daí para adiante, empreende-se um esforço descomunal a fim de se sustentar a racionalidade econômica da recompra. Desfilam um ferramental estatístico refinado a fim de alcançarem o *fair value* da ação e ainda lançam mão de operações matemáticas capazes de comparar o PL ao valor médio por ação¹¹⁶. Não bastasse o arsenal já ostentado, recorrem a avaliações dos papéis da companhia feitas por diversas e mui destacadas instituições financeiras - que de maneira geral recomendam a compra de ações da

¹¹⁴ Quando me formava Perito Criminal na Academia Nacional de Polícia, um professor, Perito da área de laboratório, revelou que certa vez participara de uma apreensão de grande quantidade destes selos impregnados de LSD. Reproduzo livremente aqui o enredo.

Carga retida, traficantes presos em flagrante, alguns usuários que deram a sorte de ter podido comprar antes da ação escapuliram o mais rápido que puderam, outros tantos lamentavam por não terem podido adquirir o alucinógeno. Providências de praxe, encaminha-se amostra à unidade pericial para constatação da substância. Não era LSD.

A polícia achava que era. Havia interceptado comunicações telefônicas e via radiocomunicadores entre veículos da quadrilha combinando os detalhes. Os usuários tinham alucinações que lhes garantiam ser o produto que adquiriam. Os traficantes jamais supuseram que seu crime seria estelionato e não tráfico de drogas. Mas o fato é que a composição química não era a mesma. A diferença era mínima - tanto que os efeitos eram similares. Mas aquela molécula particular não estava proscribida pela legislação brasileira. Todas as certezas compartilhadas foram por terra porque o que poderia ser visto como mera formalidade (o exame químico) detectou que o produto comercializado não compunha, até então, o rol de substâncias proibidas.

¹¹⁵ Esta afirmativa é especialmente válida para os fenômenos econômicos. Neste campo do conhecimento, divergências teóricas se avolumam mesmo nos mais elementares assuntos. Uma pergunta tão basilar como “por que se poupa?” será respondida por alguns com uma frase dessa estirpe:

- A fim de se maximizar consumo intertemporalmente. O nível de poupança é uma função dos juros reais.

Outros, ao contrário, dirão:

- A poupança corresponde a um coeficiente mais ou menos fixo da renda. A propensão marginal a consumir é função imediata do nível de renda.

Se nem começamos acordes, pressentimos que poderemos ter teorias à disposição de qualquer parte. E se remanesce dúvida séria, não deve pesar sobre o réu a condenação.

¹¹⁶ O relatório informa que todas as manobras estatísticas foram realizadas a partir de dados fornecidos pela ré, que não foram auditados.

entidade¹¹⁷. De tudo alcançam uma conclusão em nada surpreendente. A de que o preço da ação após o terremoto causado pela notícia do acordo de colaboração com o MP estava uma pechincha e que, portanto, havia racionalidade econômica em sua aquisição. Ora, não é precisamente esta a acusação? Entre outros macetes, ainda, buscam diluir os efeitos das operações realizadas imediatamente após o espalhamento da notícia comparando o volume médio diário negociado pela companhia no exercício anterior com o volume médio diário negociado no ano do evento - concluindo que são estatisticamente convergentes. O refinadíssimo relatório, no entanto, não dedica uma mera seção às vendas que precederam a divulgação da notícia. O laudo pericial que o analisa é, portanto, obrigado a fazê-lo de maneira muitíssimo mais rudimentar¹¹⁸:

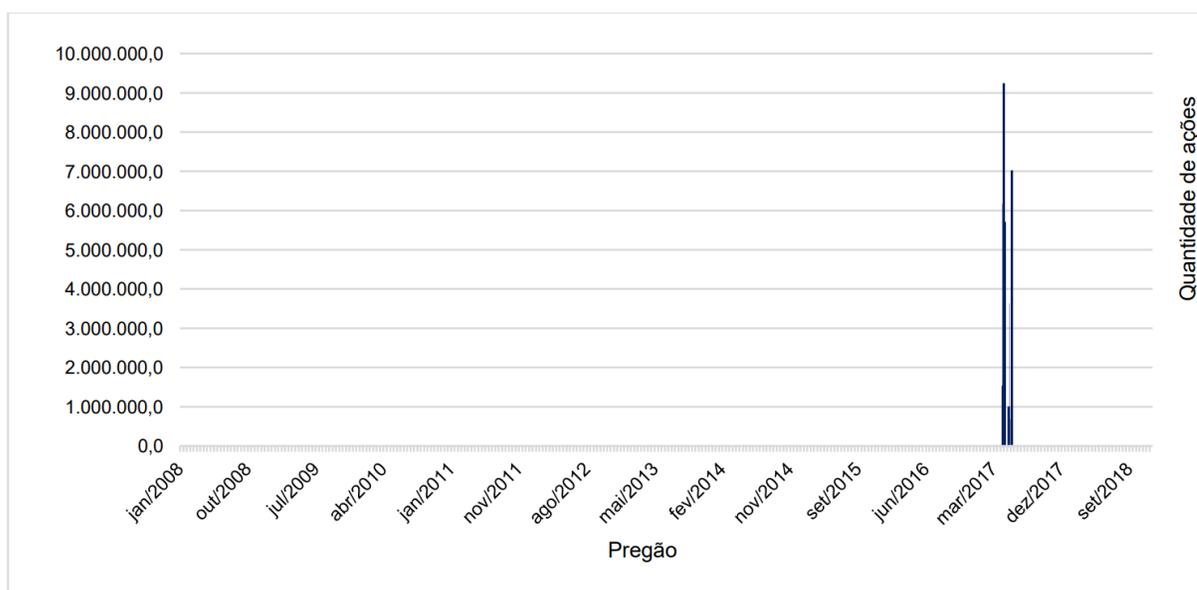


Gráfico 3 – Operações de venda realizadas pela ré

Figura 20: HISTÓRICO DE VENDAS DE AÇÕES DA CONTROLADA

A singeleza contrasta com a eloquência. O gráfico mostra que a controladora da empresa diretamente envolvida não havia realizado qualquer operação de venda de ações da controlada em

¹¹⁷ Todos os relatórios, porém, são formulados em período anterior à própria negociação a respeito da delação - ou seja, em período anterior ao de turbulências que menciono aqui. Ademais, revela o laudo pericial que examina o documento: “Para o resultado da análise os autores informaram que não foi realizada pesquisa na totalidade dos relatórios, sendo, então, considerada uma amostra não aleatória. Os dados foram enviados especificamente pelo Diretor da Gestão de Risco da [ré]”

¹¹⁸ Reprodução do gráfico contido no laudo pericial. Legenda modificada para omitir o nome da ré.

quase dez anos precedentes¹¹⁹. O faz em quantidades importantes precisamente durante o intervalo que se estende da consolidação do acordo de colaboração com o MP à data de divulgação da notícia.

Este episódio nos impele a pontuar o papel que desempenham instituições que não estão envolvidas diretamente nas ações delitivas, mas cuja atuação para a estruturação, execução, perpetuação e justificação de tais ações são relevantes. Refiro-me aqui, por exemplo, a agências de *rating*, auditorias independentes, empresas especializadas em reavaliações de ativos, intermediários de operações diversas (custodiantes, gestores, financiadores, etc.). Neste caso, a fundação de renome, responsável pela normatização do mercado nacional em diversas instâncias¹²⁰, diretamente comprometida com a parte é que desempenha o legítimo e relevante papel de assistente. Importa, todavia, notar que a desmedida dos valores no ambiente financeirizado, fruto da série de mecanismos que vim descrevendo até aqui, é que permite ao assistente técnico, se for o caso, pretender desdizer até mesmo o óbvio. O assistente técnico de um traficante de drogas poderá auxiliar a defesa na contestação de vários aspectos relativos à formação da prova pericial, mas jamais será capaz de sustentar que a molécula de cocaína não seja cocaína. Nesta seara em que discutimos, contudo, (como seguiremos apreciando) é viável alegar, mesmo em casos muito tendentes ao absurdo, que o fenômeno pode não ter sido o que foi. Senão, reexaminem o gráfico da página anterior e avaliem se a estratégia da defesa de pretender sugerir que existiriam motivos diversos para a venda de ações da controlada não seria um bom exemplo do que propugno.

Em momento seguinte, após a finalização do primeiro exame pericial, que houvera sido direcionado por quesitos da parte (portanto tendo seu escopo restrito aos questionamentos formulados pela defesa), os advogados então sustentam que há várias razões para se resolver vender ações de uma companhia controlada: necessidade de se obter liquidez para fazer frente a obrigações imediatas, por exemplo. Reforça a ideia alvitando a tese de que o laudo pericial (que havia diagnosticado a excentricidade das operações de venda de ações da controlada, frente ao

¹¹⁹ Foram utilizados dados cedidos pela própria B3, encaminhados em mídia autenticada, para cujo conteúdo foram calculados hashes, procurando garantir a integridade da informação durante todo o processo.

¹²⁰ Compõe, por exemplo, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis. É, portanto, participe do desenho admitido para todos os ritos de registros contábeis e do próprio estabelecimento do regime negocial etéreo, no qual atua na outra ponta de sua atividade empresarial.

próprio histórico de operações análogas da controladora) ao não ter explorado as motivações para que a companhia viesse a tomar tal decisão, podia admitir (ou ao menos não contrariar) que circunstâncias especiais tivessem impelido a controladora à venda. Assim, frente à possibilidade (sempre inesgotável) da existência de razões justas, nada se podia dizer quanto à idoneidade do ato. A oposição de quesitos que conduz e reforça essa ideia é a que segue¹²¹:

“(1.1) O Laudo No 174/2021 ressaltou que existem “outros fatores que influenciam a aquisição do papel, como excesso de disponibilidade, de caixa, motivações de fundo tributário, etc., que não compõem o escopo nem do Estudo nem do presente Laudo”¹²². Tomando-se de empréstimo essa expressão, é correto dizer que a existência, ou não, de uma concreta situação econômico financeira da PB e AIC a justificar a venda de ativos por parte dessas empresas também “não compõe o escopo nem do Estudo, nem do presente Laudo”?

(1.2) É correto dizer que o Laudo No 174/2021 também não chegou a examinar se PB e AIC teria recursos disponíveis para honrar seus vencimentos e compromissos caso não realizada a venda das ações da PBBB3? O Perito confirma que este tópico também “não compõe o escopo nem do Estudo, nem do presente Laudo”?

(1.3.) É correto dizer que o Laudo No 174/2021 não deve ser tomado por seus destinatários como representando a emissão de juízo de valor, num ou noutro sentido, sobre a existência ou inexistência quanto à necessidade econômica da PB e AIC de realizar a operação de venda de ações PBBB3? Confirma o Perito que este tópico também “não compõe o escopo nem do Estudo, nem do presente Laudo”?

(1.4.) É correto dizer que o Laudo No 174/2021 não emitiu opinião, juízo, parecer ou posição sobre a capacidade financeira da PB e AIC de evitarem um default sem os recursos obtidos com a venda das ações em questão?

(1.5.) É correto dizer que o Laudo No 174/2021 não considerou, não emitiu, nem procedeu, avaliação crítica do estado de liquidez geral da AIC, do seu nível de alavancagem, das receitas com dividendos projetadas e realizadas, dos vencimentos

¹²¹ Dados identificadores de acusados e dos documentos foram modificados.

¹²² Neste momento há uma confusão realizada pela defesa, que atribui erroneamente ao laudo pericial trecho do documento produzido por sua própria assistente técnica. Como o trecho houvera sido aludido pelo perito criminal, a leitura rápida pode ter ensejado a confusão. O trecho impropriamente atribuído ao laudo pericial é o seguinte: “outros fatores que influenciam a aquisição do papel, como: excesso de disponibilidade de caixa, motivações de fundo tributário, etc.”. Esses aspectos, frisava a manifestação dos assistentes, “não compõem o escopo do Estudo”. Por conseguinte, tampouco “do presente Laudo”.

previstos no período, da existência de fluxo de caixa disponível negativo ou positivo, da taxa de retorno sobre o capital próprio e de quaisquer outros indicadores econômico-financeiros que seriam próprios à análise da situação concreta da PB e AIC? Confirma o Perito que também este tópico “não compõe o escopo nem do Estudo, nem do presente Laudo”?

(1.6.) É correto dizer que o Laudo no 174/2021 não deve ser tomado por seus destinatários como emitindo algum juízo de valor num ou noutro sentido sobre a veracidade ou não da causa ou fundamento econômico que teria levado a PB a vender ações da PBBB3?”

Repare-se que sequer se desenvolve o argumento de que a condição extrema a que aduzem teria de fato estado presente, surpreendentemente, precisamente no interregno entre o acordo e sua divulgação. Basta constatá-la como possibilidade lógica. Isto só é possível porque, como identificamos, em boa medida tangenciamos ou mesmo imergimos em debates a respeito de intenções, vontades, motivações - terreno sobre o qual a prova pericial fundada nos documentos convencionais tende a ter muito pouca valia. A bem da verdade, esta é a tônica mesmo do estudo dos assistentes que mencionei anteriormente. É necessário menos que uma tese. Basta que se demonstre a existência de possibilidades diversas e, com isso, a falibilidade de uma alegação qualquer, ainda que robusta como a que se presencia. Cito os termos das conclusões do referido estudo para que afirmem se há nexos nas minhas suposições:

- Quanto à média diária de recompra no ano do evento *vis a vis* às do exercício anterior concluem: “*Não encontramos evidências de que as recompras efetuadas pela PBB S.A. no ano de 2017 são anormais quando comparadas com as recompras do período imediatamente anterior*”.
- Quanto aos fundamentos econômicos das recompras, asseveram: “*Não podemos afirmar que não existia fundamento econômico para as recompras efetuadas pela PBB S.A. no ano de 2017. Nossas análises indicaram que existiam indícios de que a ação estava ‘barata’ à época dos fatos*”.
- Ou ainda: “*Não podemos afirmar que houve impacto das recompras das ações. Isso porque não temos evidências empíricas de que o preço da ação da PBB se comportou de forma distinta nos dias em que foram efetuadas recompras pela empresa*”.

A radicalização da dúvida segue sendo praticada pelos advogados nos quesitos seguintes aos já aqui citados. Apesar de parecer um fato claro e distinto que um acordo de delação que, em câmbio de amenizar as consequências penais para os sócios majoritários, revelem e comprovem uma série de acontecimentos ocultos que impliquem a companhia e outros atores diversos possa ser considerado um “fato negativo” do ponto de vista dos investidores da entidade, a defesa, acertadamente (porém, talvez, de forma inaudita), exige que se conceitue “fato negativo”. Mesmo havendo uma compreensão aparentemente pacificada (entre investidores e não investidores) de que um fato negativo relacionado a uma companhia tenha efeitos depreciadores no valor das suas ações, a defesa insistiu que se comprovasse a relação causal pressuposta, mencionando, especificamente, outras operações policiais nas quais sua cliente esteve envolvida. O faz através da seguinte sequência de quesitos:

“(4.1.) Qual é o critério/conceito que o Laudo No 174/2021 utilizou para definir um fato como sendo “de caráter negativo”? Queira decompor analiticamente o critério/conceito de fato de “caráter negativo” empregado pelo Laudo.

(4.2) Na acepção do Laudo No 174/2021, um fato “de caráter negativo” e um fato “que faz ocorrer uma queda das ações” são a mesma coisa ou seriam dois conceitos independentes? O Laudo utilizou tais expressões como sinônimos ou como dois conceitos distintos?

(4.3.) Aplicando o critério/conceito esclarecido no item 4.1. e 4.2., queira o Sr. Perito informar se, para os efeitos da Perícia, são fatos “de caráter negativo” os relatados nas notas de rodapé 3, 4, 5, 6, 7 e 8 da Denúncia (Id. 3426521, p. 6), relativos à divulgação das “Operação A”, “Operação B”, “Operação C”, “Operação D”, “Operação E” e “Operação F”, respectivamente em 01/07/2016, em data não informada, em 13/01/2017, em 17/03/2017, em 12/05/2017 e em 09/07/2015.

(4.4.) O Laudo No 174/2021 utilizou alguma base estatística ou alguma amostragem/levantamento de casos semelhantes, para qualificar a informação vazada em xx/05/2017 como um fato “de caráter negativo”? Caso tenha adotado uma dessas metodologias na redação desse ponto do Laudo, queira indicar a fonte respectiva.”

Como o fenômeno tem relevo mundo afora, a produção acadêmica acerca do comportamento dos participantes do mercado frente a notícias negativas não é nenhum deserto. O laudo que responde às indagações compilando uma série de trabalhos que descrevem a dinâmica, dando conta, inclusive de reações exacerbadas - que implicam em movimentos ainda mais acentuados do que

seria racional realizar. E, muito embora as operações listadas nos quesitos como candidatas a fatos negativos à empresa a tenham atingido de maneiras muito díspares (ora como participe lateral, ora como centro das ações, ora como vítima...) com exceção de apenas um caso, o pregão do dia seguinte registrou severas baixas de suas ações, com percentuais variando de -2,04 a -10,59. No próprio caso em discussão, como esperado, o movimento negativo do preço dos papéis da companhia concorre para confirmar sua vinculação ao fato levado a público no dia anterior.

Com relação aos contratos de dólar, a discussão é, sob vários prismas, reeditada. A defesa utiliza diversos quesitos a fim de indagar se poderiam haver outros motivos que ensejassem operações com futuro de dólar pela empresa, como a necessidade de se *hedgear*¹²³. Também questiona se a expectativa de desvalorização da moeda nacional frente ao dólar não era compartilhada por outras entidades, citando pronunciamentos de analistas que gozam de distinção, cujas avaliações admitiam uma apreciação do câmbio no futuro. Por fim, retomam a exigência de que se estabeleça a relação causal entre “eventos adversos” e desvalorização da moeda nacional. Elejo a sequência inicial de quesitos que conduzem a argumentação:

- “a) Havia fatores econômicos e políticos, nos cenários interno e externo ao Brasil, que indicavam o risco de uma valorização do dólar em relação ao real, identificáveis a partir de abril de 2017?
- b) A tendência de desvalorização do real frente ao dólar ou os seus fatores determinantes foram captados por outros agentes do mercado, como o Fundo Verde (de Luiz Stuhlberger), Fundos Multimercado da Gávea Investimentos (de Armínio Fraga) e pela Instituição Goldman Sachs, em seus relatórios de abril e março de 2017, todos disponíveis no arquivo de mídia de fls. 24 do Apenso I e reproduzidos no DOC. 01 da mídia de fls. 672/673?
- c) É possível afirmar que ocorrências econômicas e políticas impactam o câmbio de forma previsível? Favor corroborar a resposta por uma demonstração quantitativa de natureza econométrica.
- d) Mesmo se considerada a possibilidade de impacto de eventos políticos no câmbio, haveria alguma previsibilidade possível quanto à duração dos efeitos desse impacto no valor do dólar?”

¹²³ Trata-se de companhia exportadora de bens finais e importadora de alguns insumos. A posição líquida dos haveres em moeda estrangeira costuma ser positiva, ou seja, o montante dos recebíveis, via de regra, supera o volume de exigíveis. Portanto, o maior risco, contra o qual a empresa costuma ter que se proteger é o de desvalorização do dólar frente ao real.

Despiciendo argumentar que, mesmo que a análise de conjuntura fosse uníssona em torno de uma tendência de desvalorização relativa do real frente ao dólar, a eclosão de um fato superveniente que tivesse o potencial de desorganizar o concerto do ambiente político e econômico pudesse gerar turbulências que alterassem a magnitude e o prazo dos movimentos cambiais. O que se apura, afinal, não são as estratégias empresariais a partir de informações públicas e compartilhadas pelos agentes (estas já passíveis de serem consideradas para a negociação dos contratos), mas sim as tomadas de decisão levadas a cabo por quem detinha a informação de um fato relevante de maneira privilegiada (ou seja, sem que os demais atores dela compartilhassem). Mas, mais relevante para nossa discussão é que a maneira como as questões são formuladas (fossem feitas hoje, há quinze anos, às vésperas dos ataques às torres gêmeas, ou no dia da final da copa do mundo) sempre deixa entreaberta a possibilidade para respostas afirmativas. E embora isso, evidentemente, não signifique que os impactos preditos não pudessem ser constatados quando viesse a público a notícia de que o grupo tinha conhecimento de maneira privilegiada, anota a possibilidade de concorrência de causas para os movimentos cambiais. Desde o ponto de vista metodológico, o questionamento é perfeito, pois o que pretenderia detectar seria a presença de endogeneidades. Do ponto de vista da imputação penal, em princípio, irrelevante, pois a conduta independe do seu real resultado e da exclusividade causal. Mas, muito mais sutil do que o primor epistemológico é que o fato denota a cristalina compreensão da defesa de que produzir embates infinitos e vereditos parciais é uma estratégia útil e que tem chance de florescer no terreno de debates em que se desenvolve.

2.12. FIM DE CASOS

Eu desconfio que os nossos casos estão na hora de acabar. Seguirei, portanto, a praxe de utilizar os tercetos nas tentativas de induzir a construção de ideias a partir de elementos concretos. Considero que a diversidade dos próprios casos e a multiplicidade de assuntos que os exemplos reais puderam trazer à reflexão dão, por um lado, um esboço caracterológico capaz de circunscrever este gênero de crime que se dá por intermédio de uma materialidade financeira e instável, num ambiente também financeirizado e volúvel e, por outro lado, oferecem amplitude

suficiente para atingirmos os mais relevantes aspectos para serem enfrentados pelos órgãos de persecução penal.

Optei por apresentar casos que contivessem características extremas a fim de que favorecessem a exposição. Houvesse escolhido expedientes mais limítrofes, como se pôde perceber, certamente dispenderíamos muito mais esforço para simplesmente caracterizá-los como fraudulentos e esta é uma característica específica deste gênero de processo apuratório. Essa minha escolha, portanto, colaborou para subtrair das minhas narrações o que cheguei a caracterizar como sofisticação. Se os eventos específicos trazidos à baila não cumprem completamente esse requisito, o mesmo não se pode dizer do gênero como um todo. Pela complexidade delitiva, pelos atores envolvidos, pelas nuances admitidas na fase processual e assim por diante.

Então, se, como espero, tenha tido êxito em cumprir os desígnios que me impus com a apresentação dos casos, passo a pretender reunir as discussões mais relevantes por eles suscitadas neste tópico final.

3. DISCUSSÃO FINAL

Teria sido tão desejável quanto inviável que pudesse nomear o último capítulo de *Conclusão*. Não há, nem nunca supus a chance de que viesse a existir, elementos conclusivos para as questões identificadas ao longo do trabalho porque, como intenciono argumentar, sempre será necessária uma dose de arte na avaliação e enfrentamento do caso concreto. Não vislumbro, ainda sob a generosa hipótese de um esforço coletivo e institucional, a possibilidade de confecção de uma espécie de cartilha que encaminhe bem todas as possibilidades e limitações que debuxei aqui. Porém, não cresse na possibilidade de impulsionar o acúmulo de discussão, no incremento da formação profissional, na possibilidade do aperfeiçoamento legal, na oportunidade de refinar as ferramentas dedicadas à comprovação material e enfrentamento do ambiente instável e movediço no qual a prova pericial precisa ser erigida, não os teria trazido (nem a mim mesmo) até tão longínqua página. Para tanto, é preciso iniciar identificando apropriadamente as questões e procurar estabelecer alguma organização temática para o debate.

É possível que certos elementos que compõem o ambiente financeirizado e cambiante que procurei descrever, no qual práticas lícitas e criminosas se dão, sejam objeto de estudo e interesse em outros campos. É provável que parte das constatações que realizei estejam sendo alvo de reflexão e providências em âmbitos diversos da administração pública. A discussão que proponho não despreza a possibilidade de uma abordagem mais geral, mas se volta, muito especialmente, à produção da prova pericial neste contexto. Para isso, é necessário, antes de mais nada, o reconhecimento das particularidades do trabalho demandado para não tratar casos singulares sob os mesmos pressupostos e com ferramentas similares às utilizadas comumente. As especificidades detectadas e os procedimentos encontrados para enfrentá-las, porém, não podem afastar a atividade pericial dos seus fundamentos mínimos, que (uma vez que já foram desenvolvidos em trecho anterior) podem ser condensados no trinômio materialidade, método e conclusão - aos quais podemos aderir predicados quase tão importantes: materialidade adequada ao evento concreto; método robusto e declarado; conclusão adstrita aos itens anteriores.

Na primeira parte deste trabalho busquei realizar o esforço de bem caracterizar o deslocamento do centro dinâmico do sistema econômico em nível mundial e, particularmente, no Brasil ao setor financeiro. Trata-se de um processo histórico, que tomou sua feição mais hodierna como resposta

adaptativa ao contexto de queda das taxas de lucro, atreladas ao baixo crescimento econômico e inflação de preços. O fenômeno indica não só a maior participação deste setor na renda e sua capacidade de tracionar os demais setores, mas, ao fazer isto, arrasta atrás de si uma série de mudanças institucionais, regulatórias, legais, culturais, políticas, econômicas que misturam-se aos mais variados aspectos das vidas individuais e da organização social. Fiz particular menção às mudanças nos regimes previdenciários mundo afora, que produzem efeitos tanto na constituição dos planos e hábitos particulares, como nos aspectos organizacionais, macroeconômicos e políticos, ao mobilizar enormes massas de recursos que procurarão rendimentos na esfera financeira, onde estarão dotados de grande mobilidade. Podemos citar a complexificação das intersecções entre os tradicionais setores econômicos (primário, secundário e terciário), que decorre não apenas da financeirização, mas tem no fenômeno um impulsionador, vez que o capital financeiro, quando transita na economia real, é ora industrial, ora trafega pelo setor de serviços e pode rapidamente migrar ao setor primário. Os efeitos da financeirização (ou parte de sua própria caracterização) na gestão corporativa e seus impactos na dinâmica de investimentos produtivos e na formação bruta de capital também foram abordados, assim como o fenômeno de transposição da dinâmica dos mercados financeiros para a economia real - denotado pelo processo de valorização do estoque dos ativos reais acima da inflação e pelo emblemático episódio da bolha imobiliária nos EUA.

Tudo o que procurei identificar na segunda parte do trabalho como desafios a serem sobrepujados pelos órgãos de persecução penal no âmbito dos crimes financeiros, não terá nada de circunstancial, pois o mecanismo mais fundamental de organização do nosso sistema econômico - o ciclo de valorização do capital - está submetido, estruturado e regulado a partir deste contexto. E, se assim é, não obstante empreendam-se aprimoramentos regulatórios constantemente, há de se reconhecer limitações basilares para o avanço da vigilância e interdição estatal. Ao contrário de estrangular as rotas por onde se viabilizam negócios legais e criminosos, o arcabouço regulatório é impelido a viabilizar a exacerbação do caráter líquido e desmedido do sistema¹²⁴.

¹²⁴ A convergência das normas contábeis internacionais, internalizadas no Brasil pelos pronunciamentos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis consistem num subconjunto revelador das demandas geradas pelos negócios no atual contexto econômico. A superestrutura, então, procura oferecer o que se lhe exige. Reconhecimento de perdas por *impairment*, a possibilidade de reavaliação de ativos, o papel destacado das notas de rodapé, entre tantos outros artifícios, são maneiras de permitir, formalmente, a introjeção de expectativas nos balanços, atendendo as exigências do ambiente líquido de valoração.

Resulta que a desmedida que conduz os negócios, também serve de corrente fluida no bojo da qual as transações capituladas como criminosas se dão. E já não será mirando simplesmente as características da transação, como vimos, que se poderá caracterizá-la como inidônea. Talvez, o traço mais marcante das histórias aqui registradas seja a ausência de parâmetros (ou ao menos a amplitude admitida para eles) capazes de configurar um ato (ou determinado conjunto de atos) como ilegítimos¹²⁵. Essa falta de baliza não se restringe, mas se vincula de maneira muito pronunciada ao processo de valoração dos ativos financeiros¹²⁶.

A discussão sobre o valor - seja ele aderido às mercadorias durante o processo produtivo através do trabalho; seja em razão da utilidade atribuída ao bem pelo polo consumidor - e sobre a formação de preços são centrais para toda teoria econômica. Acompanha essas discussões, sempre, um esforço de descrição dos mecanismos de ajuste dos preços a partir de respostas do lado da oferta ou do lado da demanda, num contexto em que os ofertantes procuram produzir bens dotados de valor de uso para demandantes que procuram ajustar seu dispêndio às condições de mercado que encontram. Invariavelmente, produtores e consumidores saem de casa para fecharem negócios quando coincidem entre si. Ou seja, se a utilidade do bem e seu preço encontrarem respaldo no esforço econômico que seu comprador anuir realizar.

No mercado financeiro secundário o oposto se verifica. Os dois extremos são identificados como *bulls* e *bears* e, só há negociação dos ativos quando o lado que aposta em sua valorização futura encontra o lado que aposta em sua desvalorização¹²⁷. Em outros termos, o mercado secundário de

¹²⁵ Tomemos como exemplo o caso 3, em que ações da empresa envolvida no contexto turbulento foram vendidas e, paralelamente, futuros de dólar foram adquiridos a preços anteriores ao do dia da publicação da notícia desestabilizadora. Milhares de operações como estas provavelmente foram realizadas no mesmo período por negociantes diversos. Se os participantes não dispusessem da mesma informação privilegiada, ainda que os termos dos negócios tenham sido muito similares ou até idênticos, não se lhes imputaria as acusações destinadas a quem evidentemente conhecia o fato potencialmente desestabilizador que estava por vir à tona. Ou ainda, se desejarmos expandir as elucubrações, atores que tenham recebido a informação privilegiada de maneira indetectada, puderam valer-se dela sem serem molestados. Evidentemente o monitoramento realizado pelos órgãos fiscalizadores (inclusive pelo *compliance* da B3) visa detectar e inibir quaisquer operações suspeitas, mas se, como vimos, as definições de operações suspeitas estão demasiado alargadas, a não ser que se verifique aspectos muito gritantes, qualquer comprovação restará dificultada.

¹²⁶ Aqui devemos lembrar que mesmo ativos reais como imóveis e *commodities*, têm seus preços atrelados à dinâmica conduzida pela esfera financeira. Talvez devêssemos ampliar a afirmação para além dos ativos financeiros: também os financeirizados.

¹²⁷ Essa divergência manifesta pode dar-se de maneira relativa, como se sabe. Ou seja, se um lado aposta que haverá uma certa valorização de um ativo, mas o dobro da valorização de outro ativo e um segundo participe antevê o oposto, a comutação de ativos seria plausível. Em cada uma das transações, porém, cada qual atua num polo específico.

ativos financeiros só acontece quando há flagrante divergência de expectativas entre compradores e vendedores. Já não estão disponíveis os mecanismos de ajuste do lado da oferta ou do lado da demanda¹²⁸ a partir das sinalizações via preço¹²⁹ porque não se trata de geração de valor na esfera produtiva, a não ser subsidiariamente. Não sem motivo os métodos comuns de valoração dos ativos, ao contrário, procuram, resumidamente, trazer a valor presente os fluxos de renda futuros esperados à uma determinada taxa de desconto.

No mercado de bens, portanto, o sistema de preços atua como mais privilegiado indicador para induzir decisões dos diversos atores econômicos. Cumpre este papel porque figura como síntese diagnóstica da configuração momentânea da economia. Denuncia se há setores nos quais o capital é melhor remunerado, induzindo para onde devem migrar os investimentos; que fatores de produção são mais baratos, incentivando que as evoluções tecnológicas poupem o fator mais dispendioso; e mesmo vicissitudes como quebras de safra, por exemplo, deverão estar captadas por alterações de preços que poderão revelar aspectos transitórios da economia. Neste cenário, o preço informa a respeito de elementos concretos plasmados, em certo tempo, em determinada configuração de mercado. Assim, quando se avalia a construção de um edifício ou de um trecho de rodovia contratado pelo poder público, é possível fazer boas inferências a respeito das decisões considerando-se o valor despendido no metro quadrado, pois o preço médio do tijolo, da viga ou do asfalto são balizas que comunicam esse conjunto de elementos que condiciona o ambiente econômico. Ou seja, estabelecido certo valor de uso¹³⁰ de determinado bem¹³¹ como o de materiais de construção para edificações com determinadas características ou de um asfalto que cumpra determinados requisitos de qualidade, faz sentido lógico e econômico a pergunta “Por que o custo do m² asfaltado contratado é o décuplo do preço médio praticado no mesmo período?”¹³².

¹²⁸ Sequer faz sentido essa cisão, pois aqui não temos produtores e consumidores. Há extremos equivalentes intercambiando seus ativos, cada qual julgando estar fazendo o movimento mais vantajoso, embora opostos.

¹²⁹ Exceto, pode-se pensar, no caso de ganhos de arbitragem.

¹³⁰ Note-se que a opção de igualar valores de uso nos permite ampliar os termos da discussão, pois já não é necessário sequer comparar tijolos de barro com tijolos de barro. Basta que compare bens capazes de oferecer determinado uso com igual qualidade (e demais requisitos considerados no ato do consumo), permitindo, inclusive, uma questão como: “se posso erguer uma casa de igual padrão e qualidade utilizando o material A, mais barato que o material B, por que não o fazer?”

¹³¹ Obviamente não se está aqui a igualar os valores de uso de quaisquer vestimentas, alimentos, automóveis. Apenas constata-se a possibilidade de estabelecer equivalência entre determinados tipos destes bens, como se soe fazer em qualquer pesquisa de preços.

¹³² Aqui sequer são necessárias demasiadas hipóteses sobre causas e circunstâncias (os gargalos produtivos, capacidade ociosa, estocagem etc.). Sejam quais forem os aspectos subjacentes, contemporaneamente, seria viável

Quando pensa-se em permuta de ativos cujos preços revelam expectativas divergentes a respeito de seu rendimento futuro¹³³, o que esses valores revelam? Menos a respeito da configuração concreta do ambiente econômico (senão como subsídio para a formação idealizada de cenários possíveis) e mais a respeito do ânimo geral a respeito do futuro. Esse “ânimo geral” é a resultante de múltiplas perspectivas diferentes, que têm a divergência como norma. E aqui, quando tentamos realizar operação similar a que empreendemos com bens reais, ou seja, pretendendo igualar os valores de uso dos ativos financeiros, o que sucederá? Ocorrerá que o valor de uso generalizado desse tipo de ativo são os fluxos futuros de renda que podem gerar¹³⁴. Estão, em certo sentido, todos equiparados por esse atributo¹³⁵. Fluxos futuros equivalentes, devem, supostamente, resultar em preços presentes iguais. Os métodos de estimação do valor desses ativos são muitíssimo sofisticados, porém, fossem absolutos, não se admitiria divergências de expectativas entre os investidores e, em consequência, tampouco haveria negócios, como sublinhei anteriormente. Há, portanto, uma inexorável peculiaridade: a utilidade dos ativos é uma crença apontada para o futuro. Ou ainda podemos dizer que são múltiplas crenças divergentes.

Não pretendo avançar demais neste tema acre. A percepção de que as negociações de ativos financeiros¹³⁶ no mercado secundário encerram a permuta de expectativas divergentes¹³⁷ só nos servirá para dois desdobramentos: para o entendimento de que a formação de preços se distingue do que se observa na esfera produtiva, no sentido de que não cristalizam no presente processos

um gasto dez vezes inferior, neste exemplo. As inferências a respeito das motivações, exigência de conduta diversa, etc. alinham-se imediatamente ao questionamento sobre o preço praticado.

¹³³ A valorização do ativo, certamente, equipara-se a rendimento (fluxo), embora instantaneamente tenha caráter patrimonial (estoque).

¹³⁴ O câmbio de ativos financeiros pode ter outras motivações. Por exemplo, a necessidade emergencial de liquidez (como se alegou no caso 3). Seria possível conjecturar se, mesmo essa operação não viria a comutar fluxos futuros de renda (ainda que negativos). Mas, definitivamente, tal filosofia não é adequada nem relevante aqui. Não é o caso de pretender cobrir todas as possibilidades de transações, como já havia esclarecido.

¹³⁵ Não é possível, concordemos, exercitar demasiadamente a imaginação acerca dos possíveis valores de uso dos ativos financeiros. Seria como supor que o sujeito adquirisse ações de uma companhia aérea - que imaginava ser um mal negócio - tendo como motivação um antigo sonho de ser piloto.

¹³⁶ Neste âmbito, a divisão estanque entre ofertantes e demandantes não faz sentido. Não há uma ponta produzindo valor de uso para oferecer à outra extremidade a troca da remuneração do capital investido. Ambos partícipes permutam ativos que julgam mais vantajosos para si. A vantagem obtida com a negociação - seja ela liquidez, fluxo futuro de renda - para todos os efeitos, configura-se, simultaneamente, como valor de uso dos ativos e busca de remuneração pelo investimento.

¹³⁷ É preciso utilizar a palavra “expectativas” em sentido mais lato. Talvez aderindo a ela as vizinhanças semânticas do vocábulo “chances”. Quando se executa um *hedge* de dólar, por exemplo, é esperado que se o faça não por uma aposta em movimentos cambiais num ou noutro sentido, mas devido a uma posição específica do operador como pagador ou recebedor de fluxos futuros de moeda estrangeira. Contudo, a operação só é realizada em função de uma probabilidade (neste sentido também expectativa ou chance) de que um cenário adverso se verifique.

concretos (parte dos quais executados no pretérito), mas expressam, no presente, processos anímicos voltados ao futuro; e a constatação de que, neste ambiente, a divergência é a norma e não a exceção. Importam, desses aspectos amalgamados, os impactos que têm sobre os vestígios tradicionalmente examinados nas perícias financeiras.

E qual é a característica fundamental destes ativos, ou ainda das operações, ou ainda de um conjunto de operações como as que descrevi nos casos abordados, quando desejamos examiná-las como vestígios criminais? Relaciona-se com a volatilidade, mas não é a própria volatilidade. Está vinculada à incerteza, mas não é a própria incerteza. É sim o fato de que como o preço (e após o preço todas as decisões vinculadas: de comprar, de vender, de investir, de não vender...) é formado por expectativas, ele está desvinculado da bagagem concreta e pretérita que os preços suportam no mercado de bens ordinários. Ele é formado e validado na ideia do agente. Com base na sua própria avaliação do futuro. E é essa avaliação que sustenta as demais ações. E qual o crivo objetivo a desmentir-lhe e impedir que leve a cabo seus movimentos?

Acaso alguém poderia afirmar que fosse equivocada ou mesmo criminosa a excêntrica aquisição em massa, com recursos de investidores, dos *credit default swaps*, pelo gestor Michael Burry¹³⁸ antes que qualquer instituição financeira apostasse contra as hipotecas americanas nos anos que antecederam a grande crise de 2008? Em que se diferiria, exceto pelo detalhe de terem resultados opostos, das operações com derivativos cambiais feitos pela diretoria da Sadia na mesma época¹³⁹?

Podemos inverter a forma de pensar e declarar que os *credit default swaps* foram vendidos a um preço muito baixo. Se estabelecermos um paralelo, digamos, com uma carga de roupas vindas da China que fosse declarada corretamente do ponto de vista da descrição das mercadorias, mas a uma fração tão ínfima do preço que vale, a internalização imediatamente seria barrada na zona alfandegada para inspeção e averiguação de sonegação fiscal, no mínimo.

De outro lado, os derivativos cambiais foram adquiridos pela Sadia por preço astronômico. Se um governo municipal adquirisse kits de robótica a preço tantas vezes superior ao praticado no

¹³⁸ https://en.wikipedia.org/wiki/Michael_Burry

¹³⁹ https://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL1062115-9356,00-PERDAS+COM+CAMBIO+LEVA+M+SADIA+A+PREJUIZO+DE+R+BILHOES+EM.html

mercado, mesmo que todos fossem entregues em conformidade, provavelmente os recursos orçamentários seriam insuficientes e a ação seria inviabilizada.

E qual a diferença? A diferença é que no mercado à vista de bens ordinários, o preço está revelado e consolida fatores objetivos que estabelecem determinada conjuntura, ainda que momentânea, de mercado. No mercado de ativos financeiros e financeirizados, na maior parte das vezes¹⁴⁰, o preço não está revelado. Os preços praticados (e todas as ações correlacionadas) estão dentro da ideia dos partícipes¹⁴¹. Em outras palavras, de um extremo, quando o preço está revelado, o preço praticado que divirja sobremaneira dele, terá razões explícitas e sabidas para ser averiguado. No outro canto, não havendo parâmetro estabelecido, insinua-se como campo investigativo a presença da intenção, do dolo, da vontade de cometer ato ilegal. Este aspecto, portanto, arrasta o vestígio para o campo da psique¹⁴². Este é o fato de maior relevo.

Evidentemente, não será apropriado buscar por elementos materiais e métodos robustos para o escrutínio do espírito dos investidores e demais operadores. Este gênero de prova muito se aproxima daquele tipo discursivo, do qual fazem parte o testemunho ou a confissão. Estão no terreno pantanoso das versões cujas averiguações são, normalmente, incertas e não sustentadas por elementos corpóreos. Percebe-se, assim, que, se o tipo penal apurado exige o dolo para caracterização, expressa ou veladamente, será por outros elementos que deveremos prospectar.

Foi o que ocorreu na aquisição de novas ações emitidas pela rede de drogarias no Caso 2. Ou mesmo da aquisição de debêntures no Caso 1. Em ambos os casos, os atos de gestão só puderam ser configurados como fraudulentos não graças ao prejuízo que causaram, mas a partir da configuração de todo o contexto. A descrição desse plano mais ampliado exigiu da perícia, evidentemente, um esforço probatório diverso da mera análise da operação - que possivelmente se encaminharia para uma batalha de versões pouco profícua em torno das razões que poderiam levar um investidor a optar por colocar em carteira papéis como os questionados.

¹⁴⁰ Uma possível exceção seria o ativo prefixado livre de risco.

¹⁴¹ Despiciendo dizer, mas a afirmação não significa que alguém adquirirá papéis negociados no mercado aberto a preços maiores ou menores. Mas cabe considerar a possibilidade de se negociar com preços divergentes dos praticados nos contratos padronizados no mercado a termo ou contratos privados, por exemplo.

¹⁴² O espírito pode até ter meios de revelar-se a partir de vestígios materiais (como gravações, mensagens interceptadas, enfim), mas estes escapam dos materiais convencionais dos exames financeiros.

O maior óbice em casos como esses são as dificuldades para acessos e, sobretudo, integração das diversas bases de dados, onde as informações encontram-se disponíveis: seja os registros de operações na bolsa, documentos fiscais, dados nas juntas comerciais, registros imobiliários, dados bancários, etc. É nessa teia de informações (boa parte das quais sigilosas) mantidas por partes não envolvidas que se deve buscar a base material que permitirá a caracterização de todo o contexto capaz de dar significado a uma operação (ou a um conjunto de operações) que somente por suas características imediatas não seja capaz de diferenciar atos idôneos dos fraudulentos. A maior das chances de levar a cabo investigações robustas com fundamento em elementos materiais em casos dessa estirpe, é o investimento em ferramental adequado, capaz de vincular e organizar informações de variadas origens, desde que as rotinas para acesso a tais bases, submetidas aos mecanismos essenciais de controle, estejam implementadas.

O extremo oposto, no entanto, se deu no Caso 3. As demandas da defesa visaram ocasionar a ampliação do escopo, indagando se haveria motivos diversos para decidir realizar as operações contestadas, questionando a respeito do real resultado alcançado pela empresa. Ocorre que o *insider trading* e outras práticas das quais a ré estava sendo acusada não têm como requisito para sua caracterização nem a inexistência de motivação diversa, nem a realização de resultados positivos. Basta que alguém que detenha uma informação privilegiada, tome atitudes que tenham o potencial de gerar benefícios a si ou a outrem. Como prevê o artigo 27-D da Lei 6.385/76.¹⁴³ Neste caso, limitar o escopo sobre o qual a perícia poderia atuar foi inescapável. A existência de informação privilegiada era fato notório e público, e os atos capazes de propiciar vantagens indevidas foram praticados. As operações com papéis da empresa, de fato, resultaram em ganhos. Os contratos de dólar, após as acusações virem à tona, foram carregados e executados em momento em que o impacto do fato já havia arrefecido. De todo modo, não havia outra possibilidade senão manter restrito o escopo da perícia, pois não há, à primeira vista, *materialidade adequada ao evento concreto* para além desse círculo. Afinal, no limite, haveria que se discutir eventual motivação do gestor para eleger este modo de obter liquidez ao invés de um empréstimo bancário, por exemplo. Como já discutimos antes, quais vestígios dirão algo

¹⁴³ 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.

sobre a intenção de alguém? Que método seria adequado para que se possa inferir algo a este respeito? Certamente não são afeitos a esta área de perícia.

Os parágrafos precedentes ilustram a impressão que revelei no início desta seção: a de que o estabelecimento de protocolos, a manualização de condutas, a multiplicação das normas, embora possa ser útil, não haverá de ser suficiente. Isso porque os casos concretos, por sua abrangência e diversidade, dificilmente estarão restritos à padrões preditos e, invariavelmente, requererão detida avaliação, sem o que estarão aumentadas as chances de uma definição equivocada do escopo¹⁴⁴, dos vestígios sobre os quais pode se fundar um exame pericial pertinente. Se, de fato, a premonição em forma de cartilha tender a falhar, é desejável que a força de trabalho esteja devidamente capacitada para poder bem discernir frente a situações concretas. A mudança permanente de produtos financeiros, aspectos regulatórios e de recursos delitivos solicitam o esforço institucional para capacitação, especialização e atualização continuadas de seu corpo funcional especializado, tanto nas polícias judiciárias como nos ministérios públicos.

Há ainda um último tópico que me parece candidato a ser destacado, por talvez poder significar uma trilha importante para a detecção de fraudes em estágio precoce ou mesmo para sua prevenção. Quando narramos a reavaliação fraudulenta do *home broker* no caso da fraude ao fundo de pensão, ou a operação com CCB no caso da rede de drogarias, nitidamente identificamos partícipes diversos dos grupos criminosos, sem os quais o ilícito não teria sido levado adiante. Se considerarmos ainda os intermediários normais (bancos, corretoras, gestores...) ou ainda outros atores aos quais se atribui papéis de relevo (auditores independentes, empresas de contabilidade, etc.) temos que há uma rede de denunciadores privilegiados. Por vezes estas entidades se configuram como cúmplices¹⁴⁵ ou partícipes¹⁴⁶, noutras meramente lenientes em seu ofício¹⁴⁷ - situações nas quais pode caber-lhes sanções diversas. No entanto, sobretudo quando estão afastadas das condutas criminosas, talvez devessem ter suas obrigações de reportar informações suspeitas incrementadas. A prática tem sido eficaz na prevenção e combate à

¹⁴⁴ O escopo soe ser determinado por quesitos formulados pelas partes, contudo, há os quesitos cuja resposta não é viável, ou cujos termos são contraditórios, imprecisos etc. Nestes momentos, é necessário que o procedimento pericial não se desfigure em conjecturas

¹⁴⁵ Parece-me, claramente, ser o caso do banco que endossou as CCBs e depois avaliou a rede de drogarias como rentável no médio prazo no caso 2.

¹⁴⁶ Parece-me, claramente, ser o caso da empresa que realizou a reavaliação do *home broker* no caso 1.

¹⁴⁷ Parece-me, claramente, ser o caso da auditoria independente da rede de drogarias no caso 2 e tantos outros.

lavagem de dinheiro em vários níveis, e normativos já fazem exigências deste tipo no Brasil desde, ao menos, a década de 1990.

Com isso, espero ter podido cartografar o terreno movediço¹⁴⁸ encontrado nos locais de crimes financeiros cujos vestígios cambiantes são (no todo ou em parte) ativos (ou operações) financeiros ou financeirizados. Este ambiente potencialmente pantanoso¹⁴⁹, sobre o qual devem se assentar os métodos periciais¹⁵⁰, exige uma gama de procedimentos específicos, que deverá ter início com a análise detida e minuciosa do caso concreto¹⁵¹. Se tiver conseguido algum sucesso, mais do que encerrar as discussões suscitadas ao longo dos capítulos em uma conclusão de um trabalho acadêmico, espero inaugurá-las nos fóruns institucionais.

¹⁴⁸ A fundação do sistema de persecução penal brasileiro no pilar da presunção de inocência, que culmina no dever probatório totalmente tributado ao Estado, impõe à apuração a necessidade de alcançar conclusões certas e claras a respeito dos atos que compõem os tipos penais apurados. Tal aspecto, como vimos, tem sido utilizado pelas defesas para expandir para muito além da caracterização dos atos criminosos imputados aos seus clientes as discussões forenses. O artifício é legítimo, mas os debates propostos só deverão ser alvo da atividade da perícia criminal se puderem ser abordados a partir de materialidade adequada e método pertinente.

¹⁴⁹ A materialidade adequada, como se explorou aqui, às vezes deve ser buscada num contexto mais amplo - situação na qual, bases de dados estruturadas e adequadas devem poder ser alcançadas e ferramentas de integração e organização devem estar à disposição da perícia. Há outros casos, porém, em que não há ou não são necessários elementos materiais suplementares, nos quais a limitação de escopo a partir da averiguação do que se pretende investigar cumpre papel de relevo.

¹⁵⁰ No que diz respeito ao método, há que se considerar que o campo do conhecimento no qual a perícia financeira se estabelece está repleto de divergências teóricas. Este aspecto tem implicações para a definição e sustentação do método, cuja principal característica deve ser sua completa exposição, a fim de que revele a todas as partes sua adequação (ou inadequação) ao caso concreto.

¹⁵¹ Etapa improvável de ser satisfatoriamente endereçada apenas por um esforço de manualização - sendo inescapável o esforço de capacitação profissional.

4. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, M. N. S. **Desenvolvimento econômico e dependência no capitalismo sob hegemonia norte-americana: reflexões sobre o caso brasileiro.** São Paulo: USP, 2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Investimento Direto.** Brasília, 2022.

BIANCHI, A. M. A. **A pré-história da economia - De Maquiavel a Adam Smith.** São Paulo: Hucitec, 1988.

CASTRO, A. B.; SOUZA, F. E. P. **A economia brasileira em marcha forçada.** Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.

CHESNAIS, F. **A Mundialização do Capital.** São Paulo: Xamã, 1996.

FOUCAULT, M. **Em defesa da sociedade.** São Paulo: WMF Martins Fontes, 2012.

HOBSBAWM, E. J. **A era das revoluções: Europa, 1789-1848.** São Paulo: Paz e Terra, 2010.

JÚNIOR, C. P. **Formação do Brasil contemporâneo**. São Paulo: Companhia das Letras, 2015.

KUZNETS, S. **Crescimento econômico moderno**. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

MARX, K. **Para a crítica da Economia Política**. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

MARX, K. **O Capital**. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

MCKINSEY. **The rise and rise of the global balance sheet**. 2021, Disponível em: <<https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/the-rise-and-rise-of-the-global-balance-sheet-how-productively-are-we-using-our-wealth>>.

MIRANDA, B. P. J. **Impactos da Financeirização sobre a fragilidade micro e macroeconômica: um estudo para a economia brasileira entre os anos de 1995-2012**. Belo Horizonte: UFMG, 2013.

PRADO, E. F. S.; GUEDES PINTO, J. P. **Subsunção do trabalho imaterial ao capital**. Caderno CRH, [S. l.], v. 27, n. 70, 2014. Disponível em: <https://periodicos.ufba.br/index.php/crh/article/view/19630>.

PREBISCH, R. **O desenvolvimento econômico da América Latina e seus principais problemas**. Santiago: Estudios Económicos para América Latina, 1948.

SAES, A. M.; DE SAES, F. A. M. **História Econômica Geral**. São Paulo: Saraiva Educação S.A, 2017.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. Sao Paulo: Abril Cultural, 1982.

SMITH, A. **A riqueza das nações: investigação sobre sua natureza e suas causas**. São Paulo: Abril, 1983.

SWEEZY, P. M. **The triumph of financial capital**. Monthly review (New York, N.Y.: 1949), v. 46, n. 2, p. 1, 1994.

VAN NEUSS, L. **The drivers of structural change**. Journal of Economic Surveys, v. 00, n. 1, p. 1–41, 2018.

WOOD, E. M. **The origin of capitalism: A longer view**. Londres: Verso Books, 2002.