



Revista Brasileira de Ciências Policiais
ISSN: 2178-0013
ISSN: 2318-6917
publicacesp.anp.dgp@pf.gov.br
Academia Nacional de Polícia
Brasil

Os velhinhos que perderam suas carteiras no *shopping*: estudo de caso sobre fraudes em Fundos de Pensão

Signor, Regis; Bacellar Raupp, Alexandre; Wust do Nascimento Gaya, Anníbal; Cláudio Nabas, João
Os velhinhos que perderam suas carteiras no *shopping*: estudo de caso sobre fraudes em Fundos de
Pensão

Revista Brasileira de Ciências Policiais, vol. 13, núm. 10, 2022
Academia Nacional de Polícia, Brasil

Os velhinhos que perderam suas carteiras no *shopping*: estudo de caso sobre fraudes em Fundos de Pensão

The oldies who lost their wallets at the mall: case study on frauds against pension systems

Los viejitos que perdieron sus billeteras en lo centro comercial: estudio de caso sobre fraudes a los fondos de pensiones

Regis Signor

Polícia Federal, Brasil

regis.rs@pf.gov.br

Lattes: [http://buscatextual.cnpq.br/
buscatextual/visualizacv.do?id=http://
lattes.cnpq.br/9917001828275124](http://buscatextual.cnpq.br/buscatextual/visualizacv.do?id=http://lattes.cnpq.br/9917001828275124)

 <https://orcid.org/0000-0002-5813-7128>

Alexandre Bacellar Raupp

Polícia Federal, Brasil

raupp.abr@pf.gov.br

 <https://orcid.org/0000-0001-7859-8223>

Annibal Wust do Nascimento Gaya

Polícia Federal, Brasil

annibal.awng@pf.gov.br

 <https://orcid.org/0000-0001-6475-4432>

João Cláudio Nabas

Polícia Federal, Brasil

nabas.jcn@pf.gov.br

Lattes: [http://buscatextual.cnpq.br/
buscatextual/visualizacv.do?id=http://
lattes.cnpq.br/7998984202067014](http://buscatextual.cnpq.br/buscatextual/visualizacv.do?id=http://lattes.cnpq.br/7998984202067014)

 <https://orcid.org/0000-0001-9412-364X>

Submetido em: 27 de janeiro de 2022

Accito em: 3 de agosto de 2022

RESUMO:

O presente artigo apresenta um estudo de caso de potenciais fraudes contra Fundos de Pensão, envolvendo investimentos em um empreendimento de base imobiliária. O artigo demonstra como avaliações de bens imóveis podem servir para dar um véu de legalidade a operações que resultam em prejuízos bilionários a aposentados e pensionistas. Além disso, mostra que artifícios contábeis e procedimentos administrativos questionáveis podem potencializar esses prejuízos reduzindo tanto os repasses dos resultados obtidos quanto o próprio valor do empreendimento. Espera-se que esse caso prático auxilie outras investigações que eventualmente se deparem com avaliações imobiliárias fraudulentas.

PALAVRAS-CHAVE: fundos de pensão, previdência privada, previdência complementar, fraude, gestão fraudulenta.

ABSTRACT:

This article presents a case study of potential frauds against pension systems, involving investments in a real estate-based enterprise. The article shows how real estate appraisals can be used to grant fictitious legality to transactions that result in billions in losses for retirees and pensioners look legal. Moreover, it shows that accounting gimmicks and questionable administrative procedures can

potentiate these losses by reducing both the payment of profits and the value of the enterprise itself. It is hoped that this practical case will help other investigations that eventually come across fraudulent real estate appraisals.

KEYWORDS: pension funds, private pension, supplementary pension, fraud, fraudulent management.

RESUMEN:

Este artículo presenta un estudio de caso de posibles fraudes contra los fondos de pensiones, involucrando inversiones en una empresa basada en bienes raíces. El artículo muestra cómo se pueden usar evaluaciones de bienes raíces para hacer que las transacciones que resultan en pérdidas de miles de millones para jubilados y pensionistas parezcan legales. Además, muestra que los trucos contables y los procedimientos administrativos cuestionables pueden potencializar estas pérdidas al reducir tanto el pago de utilidades como el valor de la empresa misma. Se espera que este caso práctico ayude a otras investigaciones que eventualmente se topan con evaluaciones fraudulentas de bienes raíces.

PALABRAS CLAVE: fondos de pensiones, pensiones privadas, pensión complementaria, fraude, gestión fraudulenta.

1. INTRODUÇÃO

Sistemas previdenciários são instrumentos de proteção social adotados por países para assegurar a manutenção de um nível mínimo de renda para seus cidadãos que não tenham capacidade para o trabalho ou que já tenham se aposentado (BARR & DIAMOND, 2006; DE CONTI, 2016; SARAIVA, 2021).

Se atualmente o sistema previdenciário brasileiro tem caráter universal, seu nascimento se deu por iniciativas setoriais. Pode ser citado como exemplo a criação do Montepio Militar em 1795, prevendo o recolhimento do valor de um dia de soldo à Real Fazenda (hoje Tesouro Nacional) para a pensão militar, legando um patrimônio para que seus dependentes vivessem com dignidade (ALVES, 2021). Também o próprio Decreto n.º 4.682/1923, que costuma ser associado ao nascimento da previdência social, tratava da criação de caixas de aposentadoria e pensões para os empregados das empresas ferroviárias brasileiras (BRASIL, 1923). E por sua importância, não pode ser esquecida a Caixa Montepio dos Funcionários do Banco da República do Brasil, fundada em 1904 com 52 associados, que se transformaria no maior fundo previdenciário da América Latina (34º lugar mundial), atualmente conhecido como PREVI (PREVI, 2021).

Essa longevidade associada com alterações regulatórias que vêm crescentemente estimulando o sistema de previdência complementar (DE CONTI, 2016) faz com que os Fundos de Pensão tenham importância monumental no Brasil. De fato, segundo dados da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP, 2021), os Fundos de Pensão tinham, no final de 2021, 2,7 milhões de participantes ativos e 3,8 milhões de dependentes registrados. Seus ativos importavam em R\$ 1,11 trilhão, representando 12,8% do PIB nacional.

Infelizmente esses recursos trilionários que deveriam servir como instrumento de crescimento do país também exercem uma forte atração a criminosos do colarinho branco que se interessam em lucros fáceis. Para tanto, engendram diferentes tipos de fraudes que acabam, ao fim e ao cabo, prejudicando o sistema de previdência complementar e a sociedade brasileira como consequência.

Uma das possibilidades de fraude se refere aos investimentos de base imobiliária, costumeiramente adotados pelas entidades previdenciárias por serem considerados de baixo risco. Esse tipo de investimento precisa ser embasado em avaliações de valor de mercado, e tais avaliações devem ser realizadas por profissionais especializados, seguindo normas técnicas específicas (em especial a série NBR 14.653 da Associação Brasileira de Normas Técnicas). A elevada complexidade desses trabalhos os torna bastante áridos para a análise de eventuais interessados que não tenham familiaridade com a área e, por isso, podem servir para encobrir fraudes que prejudiquem os Fundos de Pensão, tanto no Brasil quanto no exterior (SOUZA, 2016; MUIR, 2016; REURINK, 2016).

Um desses casos em potencial é o de quatro Fundos de Pensão que compraram participação em um empreendimento de base imobiliária – um Shopping Center. Durante alguns anos, os Fundos de Pensão

receberam repasses do resultado do empreendimento, e posteriormente revenderam suas participações ao antigo proprietário por valores significativamente inferiores aos das respectivas compras. Uma análise expedita, comparando os investimentos no Shopping com os rendimentos de investimentos conservadores em renda fixa, mostra que os Fundos de Pensão experimentaram um prejuízo bilionário, e numa investigação se aponta que em pelo menos uma dessas transações teria ocorrido o pagamento de propina de R\$ 5 milhões à época (o que representa cerca de 26 milhões no final de 2021).

Assim, o presente artigo objetiva discutir potenciais fraudes cometidas contra entidades previdenciárias, especificamente mediante o emprego de laudos fraudulentos de avaliações imobiliárias. Com a exposição desse *modus operandi*, espera-se contribuir para a capacitação da força de trabalho dos órgãos de persecução criminal, em especial os policiais federais, e também com os órgãos de fiscalização. Para tanto, a metodologia empregada tem natureza aplicada, objetivo descritivo e procedimento documental. Os dados aqui apresentados foram obtidos *ex-post-facto* a partir de uma investigação que buscava elucidar o cometimento de crimes contra os quatro Fundos de Pensão anteriormente abordados, gerando o estudo de caso aqui apresentado.

As seções seguintes do artigo são assim compostas: a Seção 2 traz uma revisão bibliográfica sobre aspectos técnicos e teóricos de fraudes contra Fundos de Pensão, englobando diretrizes sobre seus investimentos e a responsabilidade pela sua fiscalização e persecução penal; a Seção 3 detalha as transações que potencialmente causaram prejuízos a quatro desses Fundos; a Seção 4 traz detalhes das avaliações imobiliárias que lastrearam as transações; a Seção 5 apresenta práticas contábeis e administrativas que potencialmente agravaram os prejuízos às entidades previdenciárias; a Seção 6 revela detalhes dos depoimentos colhidos durante a investigação; a Seção 7 aborda aspectos jurídicos e sugere a tipificação penal e, por fim; a Seção 8 resume os principais aspectos de interesse. A limitação de espaço impediu a abordagem dos conceitos teóricos envolvidos, como o diálogo entre teorias e os conceitos e eventuais lacunas que pudessem ser ocupadas a partir do presente estudo, pois foca na questão prática da investigação.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 Aspectos Técnicos e Precedentes

A aposentadoria dos trabalhadores brasileiros está primariamente amparada no sistema de previdência social definido no Capítulo II, Seção III, da Constituição Federal de 1988. O art. 202 e seguintes definem a existência de um regime de previdência privada, de caráter complementar e organizado de forma autônoma em relação ao regime geral de previdência social, facultativo, baseado na constituição de reservas que garantam o benefício contratado. Como se vê, a própria Constituição Federal define que uma obrigação inescapável da previdência privada é o acúmulo e investimento de recursos que, no futuro, assegurem o rendimento de seus segurados e pensionistas.

Considerando que o detalhamento do regime de previdência privada extrapola o escopo proposto, o presente trabalho é dividido, simplificadaamente, entre as entidades abertas e as fechadas (Ministério da Economia, 2020). Para o entendimento do artigo, informa-se apenas que as entidades fechadas podem ser instituídas por diferentes organizações, como entes federativos que instituem Regimes Próprios de Previdência Social ou empresas estatais que instituem os chamados Fundos de Pensão, objeto de nosso estudo.

O funcionamento básico desses Fundos de Pensão é a captação de recursos de seus segurados e, usualmente, do patrocinador. A soma desses recursos deve ser investida para, no futuro, retornar a segurados e pensionistas em forma de benefícios previdenciários. Apesar de cada Fundo de Pensão ter um regulamento próprio pode-se constatar que, como regra geral, os investimentos são obrigatoriamente realizados por meio de

procedimentos normatizados e são sujeitos ao controle de comitês internos, sem prejuízo de controles externos (Ministério da Economia, 2019).

Nesse aspecto, cabe destacar que atualmente os Fundos de Pensão são fiscalizados pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC, criada pela Lei n.º 12.154/2009 (BRASIL, 2009). No parágrafo único do artigo 1º o dispositivo legal estabelece que:

A Previc atuará como entidade de fiscalização e de supervisão das atividades das entidades fechadas de previdência complementar e de execução das políticas para o regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas de previdência complementar, observadas as disposições constitucionais e legais aplicáveis.

Como se vê, a PREVIC tem papel fundamental, preventivo e repressivo, na supervisão e fiscalização destas entidades, sobretudo em relação às quais tenha sido decretada intervenção pela autarquia, por prejuízos recorrentes carreados aos participantes (associados) ou efetiva e dolosa má gestão.

Apesar de todo o arcabouço técnico-legal desenhado para garantir a lisura do funcionamento dessas entidades previdenciárias, e apesar da repulsa causada por crimes cometidos contra os mais necessitados – dentre os quais os idosos se destacam – os criminosos não se detêm. Conforme registra o Acórdão da Ação Penal 470/MG (BRASIL, 2012b), golpes contra fundos previdenciários são antigos, e pela especial ligação com o presente artigo, merecem redobrada atenção dois casos de destaque no cenário nacional. O primeiro deles foi tratado pela Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) dos Fundos de Pensão, destinada a investigar indícios de aplicação incorreta dos recursos e de manipulação na gestão de quatro desses fundos, um dos quais também objeto do presente artigo. Segundo o Relator da CPI (SOUZA, 2016):

[...] num momento em que os brasileiros ficam perplexos diante do atual cenário do país que, de um lado se encontra na mais grave recessão econômica das últimas décadas, e de outro cifras bilionárias envolvidas em esquemas de corrupção são diariamente descobertas pelas investigações conjuntas entre Ministério Público e Polícia; [...]

Além da coincidência de uma das entidades, a CPI dos Fundos de Pensão também revelou um modus operandi que será detalhado no presente artigo: a manipulação de ativos pela superavaliação de determinados investimentos a partir de laudos totalmente desvinculadas do valor real do ativo. A esse respeito o Diretor de um dos fundos fez o seguinte comentário:

Aí a reflexão que eu trago é: quando a gente age, literalmente, pelo reflexo do laudo, reconhecendo aquilo que o laudo elevou patrimonialmente, sem que tenha entrado financeiro de fato... “Valuation não paga benefícios.” Não adianta nada eu dizer que a Vale chegou a 10 bi, precisar realizar esses 10 bi, e agora ele não valer nem 5 bi. Essa é uma reflexão profunda nessa relação que, talvez nas legislações a serem construídas, nas mudanças, tem que ser levada em consideração. A CVM tem que levar em consideração a qualidade principalmente desses laudos que são produzidos. Já existe uma discussão na CVM – eu acompanhei outro dia no jornal –, uma preocupação dela com relação a esses laudos produzidos, porque esses laudos produzidos por empresas têm repercussões financeiras muito grandes para muita gente, inclusive para cisões, retirada de participação em Bolsa. Ou seja, os minoritários têm que ter uma segurança de que os laudos que são produzidos têm um mínimo de confiança.

O relator da CPI cita ainda casos em que fraudes de superavaliação podem ser lastreadas em um laudo apenas, o que é corroborado pelo mesmo Diretor: “Por exemplo, em 2013, ainda no operacional, foi precificado a laudo, e o laudo elevou o valor patrimonial desse ativo em 73%, para agora estar revertendo e estar praticamente tendo que lançar tudo em provisão, no momento, por conta da crise que esse ativo vive.” (SOUZA, 2016). A importância dos laudos avaliatórios é tamanha que a CPI dos Fundos de Pensão responsabilizou civil e penalmente diversos de seus autores por fraude. O Relatório observou ainda que um dos avaliadores já havia sido condenado em segunda instância pela elaboração de laudo fraudulento de uma empresa privada.

O segundo caso de ampla repercussão que guarda estreita relação com o presente artigo é a denominada Operação Greenfield, da Polícia Federal. Deflagrada em setembro de 2016, essa operação objetivava “apurar investimentos realizados de forma fraudulenta ou temerária pelas principais entidades fechadas de

previdência complementar (EFPC – ou fundos de pensão) do país”. Em apenas uma dessas entidades, o rombo (déficit acumulado) alcançou, no final de 2016, o total de R\$ 18.000.000.000,00 (dezoito bilhões de reais).

Assim como no caso da CPI dos Fundos de Pensão, a Operação Greenfield identificou no modus operandi dos criminosos a necessidade de contratação de empresas avaliadoras que emitissem laudos fraudulentos. Como demonstrado no presente artigo, essas avaliações calculavam o valor de cada ativo por meio do cálculo de fluxo de caixa futuro descontado a valor presente, manipulando os números para maximizar o fluxo de caixa futuro, superestimando as receitas e subestimando as despesas futuras; além de escolher taxas de desconto desproporcionais (MPF, 2019).

Somente um acordo realizado na Operação *Greenfield* levou à recuperação de quase trezentos milhões de reais, em valores da época. Além disso, em um conjunto de Operações Policiais (POLÍCIA FEDERAL, 2018) iniciadas pela *Greenfield* (mas não restritas a ela), a Polícia Federal combateu numerosas fraudes previdenciárias que geraram prejuízos bilionários aos beneficiários dos Fundos de Pensão. Segundo o MPF (2021):

Apesar de todos os percalços, em termos financeiros, é bastante positivo o saldo de valores garantidos em apreensões, repatriações e reparações pactuadas pela FT *Greenfield*. Ao todo, já foi garantido pela FT o ressarcimento do Erário, dos fundos de pensão e das vítimas dos crimes, em valores atualizados, no total de mais de R\$ 12 bilhões. Dessa forma, mostra-se extremamente positiva a relação custo-retorno da FT *Greenfield*, devendo-se considerar ainda as melhorias não contabilizadas de gestão e controle dos fundos de pensão do país e da CEF, tudo em decorrência do trabalho da FT e das instituições parceiras.

A próxima subseção tratará do embasamento teórico que define a competência da Polícia Federal na persecução criminal em eventuais casos de fraudes contra entidades previdenciárias.

2.2. Discussão teórica

Quando os controles interno e externo das entidades previdenciárias falham, a responsabilidade pela apuração de eventuais fraudes é da União, conforme determina a própria Constituição Federal de 1988:

Art. 21. Compete à União:

[...]

VIII - administrar as reservas cambiais do País e **fiscalizar as operações de natureza financeira**, especialmente as de crédito, câmbio e capitalização, **bem como as de seguros e de previdência privada**;
(Constituição Federal, grifo nosso)

Nesses casos, a tipificação penal costuma ser dada prioritariamente pela Lei n.º 7.492/86, que define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e estabelece:

Art. 1º Considera-se instituição financeira, para efeito desta lei, a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários.

Parágrafo único. Equipara-se à instituição financeira:

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

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

Cabe ressaltar que a equiparação dos Fundos de Pensão a instituições financeiras é pacífica para fins penais tanto no Superior Tribunal de Justiça (HC 64.100, 5ª T., Rel. Napoleão Nunes, 23/08/2007), quanto no Supremo Tribunal Federal (95.515-1, Rel. Min. Ellen Gracie, 30/09/08). Segundo o enunciado 66 da Segunda Câmara Criminal do MPF com referência a Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS):

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

Assim, constatada fraude, vários são os artigos da Lei n.º 7.492/86 que, em tese, podem tipificar ilícitos cometidos contra Fundos de Pensão, em combinação com a Lei n.º 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e prevê os crimes contra o mercado de capitais, e sem prejuízo de crimes correlatos, em especial os de corrupção e lavagem de dinheiro, que serão abordados adiante.

No âmbito policial, as investigações relacionadas a desvios previdenciários são usualmente iniciadas por meio de notícias-crime apresentadas pelos órgãos fiscalizadores. À guisa de ilustração, a Lei Complementar 105/2001, assim determina:

Art. 9º: Quando, no exercício de suas atribuições, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários verificarem a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes, informarão ao Ministério Público, juntando à comunicação os documentos necessários à apuração ou comprovação dos fatos.

Entretanto, afigura-se indispensável lembrar que os órgãos fiscalizadores atuam na seara administrativa, e que a polícia atua na área penal, em que as condutas criminosas devem ser individualizadas e o dolo deve ser evidenciado. Por isso, aos operadores do direito (e principalmente à polícia), as fraudes contra os Fundos de Pensão apresentam-se como difíceis desafios (MUIR, 2016; LIU, MIKESSELL & MOLDOGAZIEV, 2021): trata-se de crimes complexos envolvendo diferentes atores e estratégias muitas vezes inéditas, o que os reveste de particular dificuldade de produção de prova. Como os conluios entre os atores têm no segredo a sua natureza, não raro se verificarão beneficiários ocultos que, somente mediante a união das provas técnicas e circunstanciais, poderão ser revelados.

Um dificultador de particular interesse para o presente artigo é o risco associado a qualquer tipo de investimento. Considerando que o risco é uma característica inerente das entidades previdenciárias devido à natureza de suas atividades (SARAIVA, 2021), espera-se que essas instituições façam investimentos ao mesmo tempo seguros e lucrativos para assegurar o pagamento de eventos como incapacidade permanente, velhice e morte. Para o caso concreto aqui abordado, o risco assumido pelas entidades previdenciárias ao investir seus recursos em um empreendimento de base imobiliária deveria ser minimizado por laudos de avaliação criteriosos que se aproximassem, tanto quanto possível, do valor real do bem. Entretanto, a dificuldade de se chegar a um valor preciso é amplamente reconhecida (HUSSON *et al.*, 2014), uma vez que, apesar de adotarem metodologia fortemente amparada em bases científicas, os procedimentos empregados nas avaliações que aplicam o método da renda não representam qualquer garantia de que as análises prospectivas efetivamente ocorrerão, já que o comportamento errático das conjunturas geral e setorial pode afetar diretamente os resultados do empreendimento, ainda que contemplados em diversos cenários (ABNT, 2002).

Ainda que a complexidade das fraudes contra os Fundos de Pensão pareça desalentadora, deve-se lembrar que todas acabam por se simplificar em torno de um objetivo comum: o enriquecimento ilícito dos criminosos às custas dos Fundos de Pensão. A esse enriquecimento ilícito costuma estar atrelada a necessidade de corrupção e lavagem de dinheiro. Além dos óbvios efeitos da corrupção nos Fundos de Pensão (ALVES *et al.*, 2018), a preocupação com “a gravidade dos problemas e com as ameaças decorrentes da corrupção, para a estabilidade e a segurança das sociedades, ao enfraquecer as instituições e os valores da democracia, da ética e da justiça e ao comprometer o desenvolvimento sustentável e o Estado de Direito” levaram à celebração da Convenção das Nações Unidas Contra a Corrupção, aqui promulgada pelo Decreto n.º 5.687/2006. Uma vez ratificada no Brasil, essa Convenção assumiu o mesmo status das demais leis federais (Resp. 426495/PR-STJ, Rel. Min Teori Zavaski, DJ 25/08/2004). De especial importância para o presente artigo, a Convenção

das Nações Unidas Contra a Corrupção tem como uma de suas finalidades “Promover e fortalecer as medidas para prevenir e combater mais eficaz e eficientemente a corrupção”, e determina a qualificação de delitos (inclusive na forma tentada) como suborno, malversação, peculato, apropriação indébita, tráfico de influência, abuso de funções, enriquecimento ilícito, lavagem e outros conexos à dinâmica das fraudes contra os Fundos de Pensão.

Por outro lado, ainda que inexistentes elementos comprobatórios de fraude contra as entidades previdenciárias, a lavagem de dinheiro ou a ocultação de capitais poderá ser perscrutada. Com efeito, a Lei n.º 9.613/98, que dispõe sobre os crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores e a prevenção da utilização do sistema financeiro para os ilícitos nela previstos, dentre outras providências, fornece supedâneo normativo a tal atividade persecutória de investigação, ao disciplinar em seu art. 2º:

Art. 2º O processo e julgamento dos crimes previstos nesta Lei:

[...]

II - independentemente do processo e julgamento das infrações penais antecedentes, ainda que praticados em outro país, cabendo ao juiz competente para os crimes previstos nesta Lei a decisão sobre a unidade de processo e julgamento; (Redação dada pela Lei nº 12.683, de 2012).

3. TRANSAÇÕES QUESTIONÁVEIS

participação societária dos Fundos de Pensão estudados no empreendimento Shopping se deu mediante o ingresso em um condomínio de investidores em que também participavam empreendedores privados. Nesse ponto cabe ressaltar que o principal investidor privado sempre administrou o empreendimento, e por isso será trat

A participação societária dos Fundos de Pensão estudados no empreendimento Shopping se deu mediante o ingresso em um condomínio de investidores em que também participavam empreendedores privados. Nesse ponto cabe ressaltar que o principal investidor privado sempre administrou o empreendimento, e por isso será tratado como administrador deste ponto em diante.

Dois dos quatro Fundos de Pensão aqui estudados iniciaram a aquisição de suas participações no Shopping no ano de 1993, quando o empreendimento ainda estava em construção; e os outros dois em 1997, quando o empreendimento já estava em operação. Os três primeiros Fundos de Pensão a adquirir as participações ainda fizeram aportes adicionais para ampliações do Shopping, de forma que a melhor maneira de expressar os valores das transações é por meio de valor unitário por Área Bruta Locável (ABL). As Tabelas 1 e 2 resumem os detalhes dessas transações, amparadas em avaliações imobiliárias feitas por empresas do ramo. Para melhor entendimento, a Tabela 1 mostra as transações de compra, e a Tabela 2 mostra as transações de venda feitas pelos fundos.

TABELA 1
 Detalhes das transações questionáveis (compras pelos Fundos de Pensão).

Data	Valor corrigido pela Selic até 08/2007 (mil R\$)	ABL (m ²)	Participação (cota-parte)	Valor Unit. ABL (mil R\$/m ²)	Vendedor	Comprador
(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)
05/1993	57.040,26	14.410	7,00%	56,55	Administrador	Fundo A
07/1993	24.395,81	14.410	3,00%	56,43	Administrador	Fundo A
02/1996	11.444,98	5.218	10,00%	21,94	Administrador	Fundo A
	92.881,05		10,00%	47,32		
09/1993	165.226,30	14.729	20,00%	56,09	Administrador	Fundo B
12/1995	11.898,70	5.268	20,00%	11,29	Administrador	Fundo B
12/1995	14.651,38	5.218	20,00%	14,04	Administrador	Fundo B
	191.776,37		20,00%	38,03		
02/1997	89.424,69	19.678	17,50%	25,97	Administrador	Fundo C
11/1999	6.283,97	19.678	2,50%	12,77	Administrador	Fundo C
02/1997	15.173,87	5.187	17,50%	16,72	Administrador	Fundo C
12/1999	3.420,77	5.187	2,50%	26,38	Administrador	Fundo C
	114.303,30		20,00%	22,98		
08/1997	61.575,63	19.678	20,00%	15,65	Administrador	Fundo D
08/1997	19.892,72	4.363	20,00%	22,80	Administrador	Fundo D
	81.468,35		20,00%	16,94		

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos documentos analisados (em especial as escrituras de compra).

TABELA 2
 Detalhes das transações questionáveis (vendas pelos Fundos de Pensão).

Data	Valor corrigido pela Selic até 08/2007 (mil R\$)	ABL (m ²)	Participação (cota-parte)	Valor Unit. ABL (mil R\$/m ²)	Vendedor	Comprador
(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)
10/2004	4.802,40	19.570	20,00%	1,23	Fundo C	Administrador
10/2004	2.632,08	7.061	20,00%	1,86	Fundo C	Administrador
	7.434,48		20,00%	1,40		
05/2007	5.556,89	19.570	10,00%	2,84	Fundo A	Administrador
05/2007	166,19	7.997	10,00%	0,21	Fundo A	Administrador
	5.723,07		10,00%	2,08		
06/2007	7.186,43	19.570	13,34%	2,75	Fundo B	Administrador
06/2007	215,90	8.036	13,34%	0,20	Fundo B	Administrador
06/2007	3.690,88	19.570	6,66%	2,83	Fundo B	Fundo D
06/2007	0,00	8.036	6,66%	0,00	Fundo B	Fundo D
	11.093,21		20,00%	2,01		
08/2007	14.069,35	19.570	26,66%	2,70	Fundo D	Administrador
08/2007	430,65	7.997	26,66%	0,20	Fundo D	Administrador
	14.500,00		26,66%	1,97		

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos documentos analisados (em especial as escrituras de venda).

É possível observar na Tabela 1 que algumas transações ocorreram antes da vigência do Real. Assim, considerando-se as diferentes moedas envolvidas nessas transações, o lapso temporal decorrido entre elas demanda uma correção dos valores para que sua comparação seja possível em uma mesma base. Para tanto foi utilizada a ferramenta “Calculadora do Cidadão” do Banco Central do Brasil, corrigindo-se os valores pela variação da taxa Selic (taxa livre de risco) desde a data de cada transação até a data da última venda registrada (08/2007). Os valores corrigidos podem ser vistos na coluna (b) das Tabelas 1 e 2, e a Figura 1 ilustra os valores unitários médios da ABL para compra e venda das participações de cada Fundo de Pensão no Shopping, calculados por média ponderada e expressos pelos valores em negrito da coluna (e) das Tabelas 1 e 2, facilitando sua comparação.

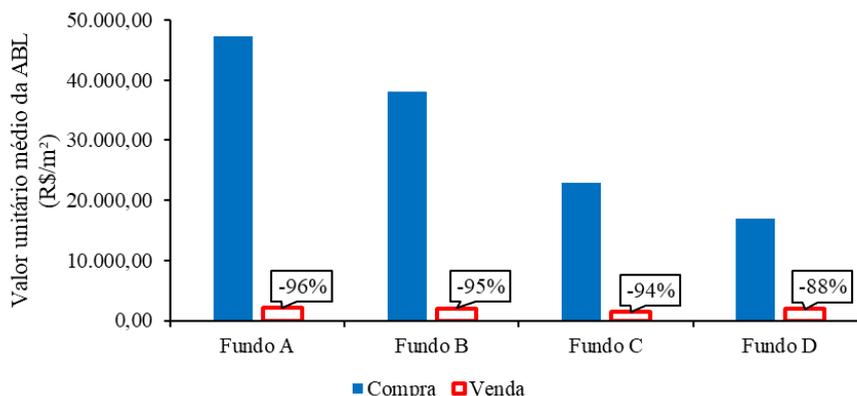


Figura 1

Comparação entre os valores unitários médios da Área Bruta Locável para compra e para venda corrigidos para agosto de 2007.

Apesar de a Figura 1 demonstrar que há diferenças significativas entre os valores das transações de compra e venda de cada Fundo de Pensão, para que o verdadeiro prejuízo sofrido por essas entidades seja calculado é necessário que se façam duas considerações adicionais: a primeira é que as entidades previdenciárias receberam repasses dos resultados enquanto participaram do empreendimento; e o segundo é que os prejuízos calculados após as vendas efetivas (agosto de 2007) devem ser corrigidos por um índice que reflita um mínimo de performance que os gestores dos Fundos de Pensão deveriam ter obtido.

Neste ponto deve-se ressaltar que a taxa Selic (taxa livre de risco) há décadas vem sendo utilizada por Fundos de Pensão, previdências privadas e RPPSs como benchmark[1] para suas metas de equilíbrio atuarial. Para efeito informativo:

A Selic é a taxa básica de juros da economia. É o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central (BC) para controlar a inflação. Ela influencia todas as taxas de juros do país, como as taxas de juros dos empréstimos, dos financiamentos e das aplicações financeiras.

A taxa Selic refere-se à taxa de juros apurada nas operações de empréstimos de um dia entre as instituições financeiras que utilizam títulos públicos federais como garantia. O BC opera no mercado de títulos públicos para que a taxa Selic efetiva esteja em linha com a meta da Selic definida na reunião do Comitê de Política Monetária do BC (Copom).[2]

Já a taxa livre de risco é definida por Bruni (2013, p.172) como:

A taxa de risco zero pela economia, geralmente representada pela taxa de rentabilidade de títulos públicos de curto prazo. [...] No Brasil, a melhor representação da taxa livre de risco é a taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) que registra a taxa média ofertada por títulos públicos brasileiros (grifo nosso).

Assim, adotar a taxa livre de risco significa considerar o nível mais baixo de rentabilidade de um investimento. No caso do Brasil, é possível afirmar que a aplicação mais segura possível é o Tesouro Selic, antiga LFT, corrigida pela Selic mais um prêmio. Para ilustrar de forma adequada o resultado global da participação das entidades previdenciárias no Shopping, elaborou-se a Tabela 3 que reúne os valores de

aquisição, os repasses recebidos e os valores de venda, corrigidos pela variação da taxa Selic[3] até o final do ano de 2021.

TABELA 3
Resultados efetivos dos Fundos de Pensão até o final de 2021 (milhões de R\$).

Fundo de Pensão	Fundo A	Fundo B	Fundo C	Fundo D
Aquisição	-92,88	-191,78	-114,30	-81,47
Repasse anuais recebidos[4]	14,09	28,18	11,19	15,94
Venda	5,72	11,09	7,43	14,50
Resultado em 31/08/2007	-73,07	-152,51	-95,67	-51,03
Resultado total em 31/12/2021	-1.305,80			

Fonte: Elaborado pelos autores a partir dos documentos analisados (em especial as escrituras de compra e venda e as Demonstrações Financeiras do *Shopping*).

Os resultados negativos expressos na penúltima linha da Tabela 3 significam que os fundos tiveram prejuízos multimilionários ao investirem no Shopping, em contraposição à possível decisão de aplicar seus recursos em investimentos conservadores por todo o período, desde as suas respectivas entradas no empreendimento até agosto de 2007, data que marca a saída de todos os fundos. Como exemplos desses investimentos conservadores, podem-se citar títulos públicos federais do tipo LFT – Letras Financeiras do Tesouro, os quais são corrigidos pela taxa Selic, ou fundos de investimentos atrelados à Selic.

Não resta dúvida de que se trata de um prejuízo bastante expressivo. Se considerados em conjunto, vê-se que os cofres desses quatro Fundos de Pensão teriam, no final de 2021, cerca de 1,3 bilhão de reais a mais caso seus gestores não tivessem investido no Shopping, mas tivessem realizado investimentos conservadores para alcançar como performance a taxa de juros mais conservadora do mercado financeiro brasileiro.

4. AVALIAÇÕES IMOBILIÁRIAS QUESTIONADAS

Conforme já antecipado, cada uma das transações de compra e venda de cotas de participação no empreendimento de base imobiliária precisou ser precedido por uma avaliação técnica. Essas avaliações devem ser realizadas por profissionais especializados que, por sua vez, precisam observar parâmetros normativos técnicos, citando-se especialmente as normas da série NBR-14653 da Associação Brasileira de Normas Técnicas – ABNT.

Essas normas estabelecem que as determinações de valor considerem pressupostos, ressalvas e fatores limitantes; indicadores básicos operacionais do empreendimento; análise das séries históricas do empreendimento; análise setorial e diagnóstico do mercado; análise de sensibilidade e de risco; além de outras variáveis possivelmente influenciadoras que possam ter mudado entre as avaliações.

No presente caso, todas as avaliações adotaram o método do Fluxo de Caixa Descontado ou Valor Presente Líquido, também conhecido como método da renda na área de avaliações imobiliárias. Muito utilizado para o cálculo de *valuation* de ativos, esse método procura identificar o valor atual do empreendimento com base na expectativa de resultados futuros, partindo-se da elaboração de cenários possíveis. Ainda segundo os normativos técnicos de avaliação imobiliária, o valor do empreendimento corresponde ao “valor presente do fluxo de caixa projetado, descontado a taxas que reflitam adequadamente a remuneração do capital e riscos do empreendimento, do setor e do país, quando aplicável” (ABNT, 2002, p.13).

Resumidamente, o cálculo do valor de mercado do empreendimento pelo método da renda exige:

a) a análise do fluxo de caixa do empreendimento, projetado a partir de modelos de simulação aplicáveis às características do caso em pauta que levem em conta as variáveis-chave, bem como disponibilidade de insumos, regularidade de demanda, capital imobilizado no giro, margens, estoques, dentre outros;

b) um valor residual ou de perpetuidade do empreendimento, estimado ao final do horizonte projetivo;

c) a adoção de uma taxa de desconto para calcular o valor presente do fluxo de caixa projetado, que pode ser determinada pelo custo ponderado de capital, pela taxa mínima de atratividade do empreendimento, dentre outros;

d) a taxa de crescimento (positiva, negativa ou nula) de variáveis-chave do empreendimento, de acordo com sua evolução nos últimos anos, quando for presumida a continuidade das condições passadas – esta análise pode ser feita por meio da determinação de tendências ou por análise de séries temporais, com o emprego de informações setoriais e de conjuntura;

e) no caso de novos empreendimentos, deve ser considerada a capacidade de absorção do produto no mercado, bem como o estágio logístico do comportamento da demanda, por meio da análise, por exemplo, da vocação, cultura e práticas comerciais, participação no mercado e preços praticados, dentre outras.

Conforme já destacado, apesar do rigor metodológico do método da renda, seus resultados não são garantidos (ABNT, 2002; HUSSON *et al.*, 2014). A complexidade técnica inerente e o grau de variabilidade dos resultados possíveis transformam as avaliações imobiliárias em instrumentos potencialmente dissimulantes de fraudes. De fato, profissionais inescrupulosos podem ocultar, em um emaranhado de hipóteses e cálculos, ardis dificilmente detectáveis por pessoas que não tenham familiaridade com a área. Nesse caso, pensionistas e segurados de Fundos de Pensão podem ser vítimas de transações que, sob um véu de legalidade, na verdade foram arquitetadas para prejudicá-los.

Buscando demonstrar como se dariam essas possíveis fraudes, passa-se agora a uma análise simplificada de algumas dessas avaliações. Para tanto, apresenta-se inicialmente a Tabela 4, que compara as premissas básicas adotadas em cada avaliação disponível quando o presente artigo foi elaborado.

TABELA 4
 Comparação entre as premissas das avaliações imobiliárias disponíveis.

Contratante		Fundo B (compra)	Fundo A (compra)	Fundo C (venda)	Fundo B (venda)	Fundos A e D (venda)
Data da avaliação		Mar. /93	Abr. /93	Jun. /04	Out. /06	Fev. /07
Responsável		Avaliador 1	Avaliador 2	Avaliador 3	Avaliador 4	Avaliador 5
Método		Renda	Renda	Renda	Renda	Renda
Área do Terreno (m ²)		24.091,60	24.091,60	37.790,00	37.790,29	37.790,00
Área Total Const. (m ²)		43.644,90	51.191,12	81.651,00	81.022,94	81.644,00
Área Bruta Locável (m ²)		14.728,71	14.409,92	26.630,51	27.605,95	27.567,45
RECEITAS	Crescimento de vendas	12,2%	-	-	1% do 1º ao 5º ano e 2% a partir do 5º ano	-
	Crescimento de aluguéis	4,5% a.a. a partir do 6º ano	-	Redução no aluguel mínimo (-10% no 2º e 3º anos; -5% até o 8º ano e +3% no 9º ano) e no complementar	0,6% do 1º ao 5º ano e 1,7% a partir do 5º ano	1% a partir do 3º ano
	Outras receitas	0,6% sobre receita bruta	-	-	2,0% sobre receita bruta	20,2% sobre receita bruta
	Crescimento de outras receitas	3% a.a.	-	Redução da cessão de direitos e do estacionamento, aumento do merchandising	-	1% a partir do 3º ano
DESPESAS	Taxa de administração	4% do ano 1	-	-	5%	4,36%
	Fundo de promoção do Empreendedor	1,5% do ano 1	-	-	2% sobre receita bruta	1,4 a 1,9% da receita bruta
	Taxa de vacância	10% no primeiro ano e 1% nos demais	-	31,87% no 1º ano; 40% no 2º e 3º anos; 30% no 4º e 5º anos; 25% no 6º e 7º anos; 15% do 8º ao 10º ano	13% ABL	Variável entre 0% e 38,3% dependendo do tipo/localização de loja e do período.
	Outras despesas operacionais	1% do ano 1	-	26,21% a 34% da receita operacional (despesas totais)	20% da receita bruta	9,1 a 9,9% da receita bruta
	Inadimplência	-	-	5% do 1º ao 4º ano; 4% do 5º ao 8º ano; 3% no 9º e 10º anos	3% da receita bruta	10% da receita bruta
	Reinvestimento/manutenção	-	-	R\$ 1,3 milhão no 1º ano e 5% do resultado líquido nos demais.	4% da receita bruta	4% sobre aluguéis mais 15% do 1º ao 3º ano.
Taxa de desconto		14,14% a.a.	15% a.a.	18% a.a.	16% a.a.	15% a.a.
Horizonte		15 anos	15 anos	10 anos	10 anos	10 anos

Fonte: Elaborado pelos autores a partir das avaliações imobiliárias disponíveis.

A Tabela 4 mostra que, de forma geral, as avaliações disponíveis adotaram premissas mais favoráveis quando os Fundos de Pensão compraram suas participações no empreendimento e menos favoráveis quando as venderam. Essa diferença nas premissas fica clara quando se observa que as avaliações que lastrearam as compras adotaram, via de regra, valores maiores para as receitas e menores para as despesas do que as avaliações que lastrearam as vendas realizadas pelas entidades previdenciárias. Somente as avaliações completas para a compra e a venda pelo Fundo B estavam disponíveis para análise, o que permite compará-las e ilustrar como essa combinação de premissas levou à diferença de 95% entre os valores de compra e venda. Buscando facilitar a análise, as diferenças são resumidas na Tabela 5.

TABELA 5

Resumo das diferenças observadas entre as avaliações de compra e venda da participação do Fundo B.

Data avaliação		mar/93 (compra)	out/06 (venda)
Avaliador		Avaliador 1	Avaliador 4
RECEITAS	Crescimento de vendas	12,2%	1% do 1º ao 5º ano e 2% a partir do 5º ano
	Crescimento de aluguéis	4,5% a.a. a partir do 6º ano	0,6% do 1º ao 5º ano e 1,7% a partir do 5º ano
	Outras receitas	0,6% sobre receita bruta	2,0% sobre receita bruta
	Crescimento de outras receitas	3% a.a.	-
DESPESAS	Taxa de administração	4% do ano 1	5%
	Fundo de promoção do Empreendedor	1,5% do ano 1	2% sobre receita bruta
	Taxa de vacância	10% no primeiro ano e 1% nos demais	13% ABL
	Outras despesas operacionais	1% do ano 1	20% da receita bruta
	Inadimplência	-	3% da receita bruta
	Reinvestimento / manutenção	-	4% da receita bruta
Taxa de desconto		14,14% a.a.	16% a.a.
Horizonte		15 anos	10 anos
Valor unitário da ABL (mil R\$/m²)		38,03	2,01

Fonte: Elaborado pelos autores a partir das avaliações imobiliárias de compra e venda de participação pelo Fundo B.

Como esclarece a Tabela 5, quando o Fundo B comprou participação no empreendimento, as projeções de receitas eram significativamente maiores e as projeções de despesas eram significativamente menores do que quando o Fundo B vendeu sua participação. Estas assimetrias observadas nas premissas de todas as avaliações tendem a explicar as significativas diferenças de preços observadas, embora a projeção de resultados, que será mostrada na Figura 2, apresentar muito boa condição de previsibilidade.

Entretanto, uma vez que existe a possibilidade de mudanças significativas entre as condições de mercado observadas entre os anos iniciais de implantação do empreendimento e os anos de encerramento da participação dos Fundos de Pensão, é necessário examinar se as diferenças no valor atribuído ao Shopping são justificáveis. Analisaram-se, então, as transações individualmente na medida das possibilidades oferecidas pelas informações disponíveis. Antes, porém, apresenta-se uma análise simplificada do fluxo de caixa do empreendimento, que contém informações necessárias a todas as avaliações que serão analisadas.

4.1 Fluxo de caixa do *Shopping*

Considerando a necessidade de analisar em detalhes as operações de cada entidade de previdência complementar, buscando estimar se tais diferenças têm justificativa técnica, e considerando que todas as avaliações imobiliárias que embasaram as transações questionadas adotaram o método da renda para chegar ao valor de mercado, é indispensável apresentar, inicialmente, os dados de Receitas, Despesas, Resultados e Repasses efetivos do empreendimento, identificados a partir de informações contidas nas Demonstrações Financeiras do *Shopping*.

Considerando a natureza deste artigo, detalhes técnicos não serão apresentados. Por ora, basta destacar que, de forma muito simplificada, os investidores se interessam principalmente pelos resultados obtidos no empreendimento (dividendos) a serem distribuídos, que por sua vez são dependentes das receitas, das despesas e de práticas contábeis adotadas pela administração. As informações básicas necessárias são resumidas na Tabela 6. Aqui cabe ressaltar que o presente artigo tem natureza informativa, e por isso se restringirá a apresentar os dados globais que permitam o entendimento dos fatos, eximindo-se de apresentar detalhes sobre as práticas contábeis que foram adotadas.

TABELA 6
Evolução de receitas, despesas e resultados do *Shopping* (preços históricos).

Período	Receita (mil R\$)	Despesa (mil R\$)	Resultado (mil R\$)	Repasso financeiro do Resultado aos participantes do <i>Shopping</i> (mil R\$)
1994	2.437	210	2.228	1.765
1995	3.358	176	3.182	2.658
1996	3.477	543	2.935	2.572
1997	4.340	1.320	3.020	2.257
1998	4.621	1.894	2.727	3.025
1999	4.581	2.496	2.085	2.423
2000	4.417	1.932	2.485	2.527
2001	5.095	3.820	1.275	2.271
2002	5.899	1.643	4.256	3.422
2003	6.585	1.585	4.999	4.309
2004	6.988	2.186	4.802	5.371
2005	8.548	5.114	3.434	5.242
2006	9.997	1.937	8.060	6.500
2007	10.164	1.678	8.486	7.929
2008	10.372	2.272	8.099	8.296
2009	12.499	1.393	11.106	10.522
2010	13.394	2.786	10.608	10.044
2011	16.506	2.208	14.298	13.717
2012	19.457	1.186	18.271	16.395
2013	20.372	1.105	19.267	17.942
2014	19.415	536	18.879	17.929
2015	21.294	1.091	20.203	19.569
2016	23.011	1.209	21.802	20.357
2017	28.073	4.550	23.523	28.994
2018	27.570	1.519	26.051	23.250
2019	30.679	2.001	28.678	26.476
2020	25.213	5.751	19.462	18.882

Fonte: Elaborado pelos autores a partir das Demonstrações Financeiras do *Shopping*.

A Figura 2 ilustra o comportamento das receitas, das despesas e dos resultados do empreendimento em valores históricos. Como se vê, as receitas líquidas tiveram um comportamento tecnicamente consistente, com crescimento ao longo dos anos que pode ser descrito por uma equação exponencial com excelente poder

de explicação, com $R^2 = 0,98$. As despesas, por outro lado, mostraram ser praticamente constantes, com alguns percalços explicados por práticas contábeis que serão exemplificadas adiante. Como resultado de tais percalços, os resultados do empreendimento, apesar de terem também apresentado alta consistência em seu crescimento ao longo dos anos, teve um R^2 de 0,88, ainda classificado como muito bom.

O indicador R^2 é chamado de coeficiente de determinação, varia entre zero e um e indica quanto o modelo consegue explicar os valores observados: quanto maior seu valor, maior seu poder de explicação (INC, 2014). Assim, o $R^2 = 0,98$ aponta para um comportamento altamente previsível das receitas históricas na Figura 2, de acordo com a equação exponencial calculada. No outro extremo, o $R^2 = 0$ na Figura 3 mostra que os resultados a valores constantes têm comportamento tão imprevisível que a equação linear é inútil para descrevê-los.

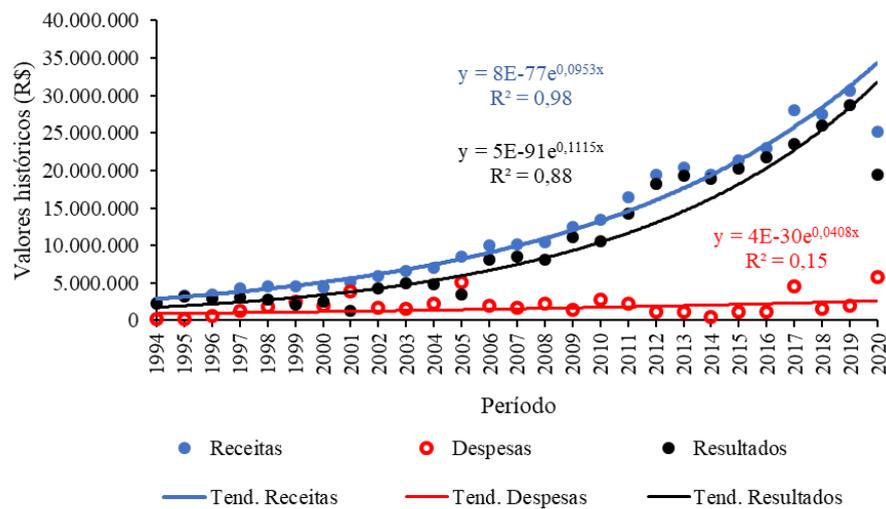


Figura 2 – Evolução de receitas, despesas e resultados do Shopping.

Entretanto, apesar de todo o período do empreendimento mostrar esse comportamento ajustado, o mesmo não se verifica quando se separam o período em que os Fundos de Pensão ainda participavam do empreendimento e o período posterior, em que os Fundos de Pensão já haviam vendido suas participações[5]: vê-se uma distinta mudança de comportamento dos indicadores, conforme ilustra a Figura 3.

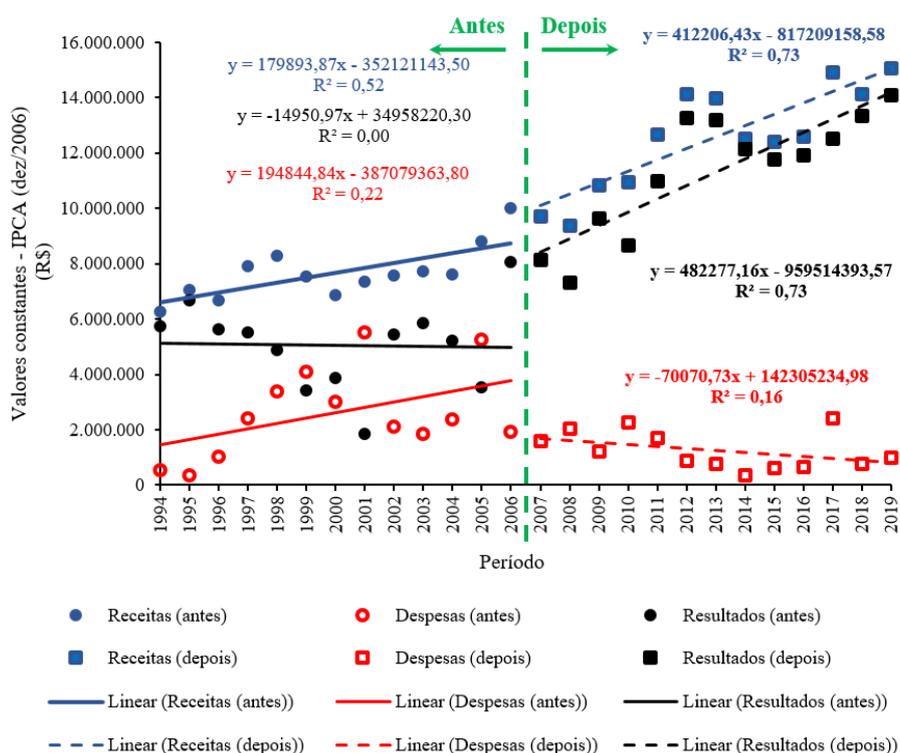


FIGURA 3

Evolução de receitas líquidas, despesas e resultados do empreendimento, em valores constantes (IPCA base dez/2006, quando se separam os períodos “antes” e “depois” da venda dos Fundos de Pensão).

Na análise gráfica da Figura 3 constata-se que:

- 1) as receitas tiveram aumento mais vigoroso e mais consistente depois que os Fundos de Pensão venderam suas participações no empreendimento;
- 2) as despesas deixaram de crescer e passaram a decrescer depois que os Fundos de Pensão venderam suas participações no empreendimento; e
- 3) como consequência, os resultados que não apresentavam crescimento enquanto os Fundos de Pensão dividiam os lucros com o administrador do Shopping, passaram a ter um crescimento vigoroso e consistente depois que os Fundos de Pensão venderam suas participações no empreendimento.

É inevitável, neste ponto, que se pergunte o que justificaria a mudança brusca no comportamento dos indicadores do Shopping depois que os Fundos de Pensão deixaram o empreendimento. Atrelado a isso, sob a ótica técnica deve-se buscar evidências de possível manipulação de informações para direcionar as avaliações que deram suporte às transações dos Fundos de Pensão. Assim, passa-se à análise de algumas dessas avaliações.

4.2 Avaliação para a compra pelo Fundo B

A avaliação que lastreou a transação de compra da participação do Fundo B no Shopping foi produzida pelo Avaliador 1 no ano de 1993. Conforme já adiantado, a avaliação valeu-se do método da renda para estimar o valor do empreendimento e considerou as características do imóvel, aspectos mercadológicos e outras informações tecnicamente importantes para, ao final, projetar um fluxo de caixa de quinze anos para o investimento.

A Tabela 7 compara os valores das receitas distribuídas anuais, conforme projeção de 1993 considerando moeda constante (Real, em julho de 1994), com os valores efetivamente realizados pelo *Shopping* descontados para julho de 1994 pelo IGP-DI (mesmo índice citado na avaliação questionada) e a Figura

4 ilustra esta comparação. Inicialmente destaca-se que os índices de correção dessa e das demais avaliações questionadas foram os mesmos escolhidos pelos avaliadores originais. Como não há uma padronização obrigatória de um índice específico, os autores entendem que essa prática evitaria discussões paralelas sobre a preferência de um índice a outro. Ressalta-se que a avaliação foi realizada enquanto o centro comercial estava em construção e, portanto, não pôde se amparar em dados históricos de desempenho. Ao apresentar sua estimativa de valor, a avaliação de compra alertou para a necessidade de um desconto pelo fato de o empreendimento ainda estar em construção (restando cerca de seis meses para a conclusão) e da possibilidade de não haver comercialização total do empreendimento até a sua inauguração, o que se considera tecnicamente acertado.

Cabe observar que apesar de a avaliação do Avaliador 1 não ter tido a oportunidade de se basear em resultados históricos do empreendimento, e apesar de haver uma imprecisão causada pela necessidade de correção de valores em época de alta inflação, os resultados mostrados na Tabela 7 e na Figura 4 mostram que essa avaliação superestimou significativamente os resultados do *Shopping*. Esse resultado se agrava se for considerado que tais diferenças tendem a ter sido atenuadas pela significativa ampliação do centro comercial em 1996, o que, apesar de citado, aparentemente não foi considerado na avaliação analisada.

TABELA 7

Comparação entre os resultados projetados pelo Avaliador 1 e os resultados registrados pela contabilidade do *Shopping* (correção pelo IGP-DI adotado pelo avaliador).

Ano	Projeção de resultados Avaliador 1 (mil R\$ em jul./94)	Resultado contábil		Diferença
		Histórico (mil R\$)	Corrigido para jul./94 - IGP-DI (mil R\$)	
1994	3.138	2.228	2.008	56%
1995	3.492	3.182	2.499	40%
1996	3.809	2.935	2.109	81%
1997	4.154	3.020	2.019	106%
1998	4.529	2.727	1.792	153%
1999	4.759	2.085	1.142	317%
2000	5.001	2.485	1.240	303%
2001	5.258	1.275	576	813%
2002	5.532	4.256	1.521	264%
2003	5.822	4.999	1.660	251%
2004	6.132	4.802	1.422	331%
2005	6.463	3.434	1.005	543%
2006	6.818	8.060	2.271	200%
2007	7.199	8.486	2.217	225%
2008	7.609	8.099	1.939	292%

Fonte: Elaborado pelos autores a partir da avaliação produzida pelo Avaliador 1 e das Demonstrações Financeiras do *Shopping*.

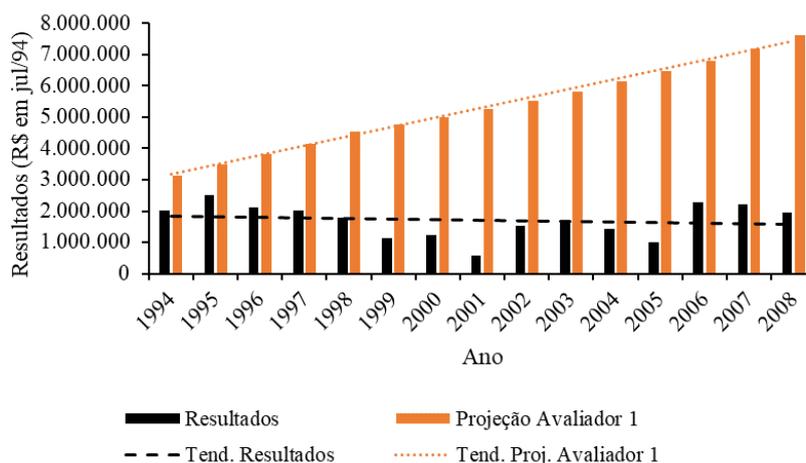


FIGURA 4
Comparação entre os resultados projetados pelo Avaliador 1 e os resultados registrados pela contabilidade do *Shopping*.

Como se vê, a avaliação para a compra superestimou os resultados futuros do empreendimento, o que causou prejuízo ao Fundo B em favor do vendedor (o administrador do *Shopping*). A análise da avaliação aponta que as significativas diferenças encontradas se devem, basicamente, à adoção de altos índices de crescimento para as receitas durante todo o horizonte e ao congelamento das despesas ao longo dos quinze anos, resultando em uma projeção de resultados que não se concretizou, mesmo com a ampliação de 1996. A esse respeito, cabe destacar que o próprio Fundo B reconheceu estas falhas na avaliação ainda em 1993, já que a área técnica da entidade discordou da projeção de aumento real nos aluguéis mínimos de 8,5% no 2º ao 5º anos, e também discordou das despesas fixas, adotando percentual relativo às receitas de cada ano. Ainda segundo a área técnica do Fundo B, a Taxa Interna de Retorno mais apropriada para o investimento seria de 12,6% a.a., e não os 14,14% a.a. previstos pelo Avaliador 1. Ainda assim a área técnica endossou o investimento, que acabou sendo realizado.

4.3 Avaliação para a venda pelo Fundo B

A avaliação que lastreou a transação de venda da participação do Fundo B no Shopping foi produzida pelo Avaliador 4 em 2006, e também adotou o método da renda, com horizonte de dez anos e taxa de desconto de 16% a.a. Dentre outras informações tecnicamente importantes, o documento destaca que o cenário arbitrado foi baseado em séries históricas fornecidas pela administradora do Shopping e verificada pelos avaliadores com base nos últimos quatro anos anteriores à avaliação. A partir daí o trabalho fez uma série de considerações para projetar um fluxo de caixa pelos dez anos seguintes, obtendo deste fluxo de caixa os parâmetros necessários para calcular o valor do empreendimento.

Considerando que a taxa de crescimento (positiva, negativa ou nula) de variáveis-chave do empreendimento pode ser estimada por sua evolução nos últimos anos, quando for presumida a continuidade das condições passadas, e que essa análise pode ser feita por meio da determinação de tendências ou por análise de séries temporais, destaca-se o fato da avaliação do Avaliador 4 ter considerado os resultados de apenas quatro anos anteriores à avaliação, apesar de uma série histórica maior estar disponível. Além disso, a avaliação não reproduz os dados utilizados (o que por si só é tecnicamente inadequado), estimando-se que os estes sejam relativos ao período compreendido entre 2002 e 2005. Como a partir de 1997 o centro comercial já tinha a configuração de áreas pós-ampliação, entende-se que se o avaliador tivesse considerado todas as informações disponíveis a partir desse ano, poderia ter detectado as anomalias nos indicadores do

empreendimento (especialmente valores atípicos no ano de 2005) e evitado uma parcela de prejuízo ao Fundo B. Nesse ponto cabe lembrar que o cruzamento entre as informações prestadas pelo *Shopping* e pelo Fundo B robusteceria a avaliação e tenderia a eliminar eventuais erros de informação.

TABELA 8
 Comparação entre os resultados projetados pelo Avaliador 4 e os resultados registrados pela contabilidade do *Shopping*.

Ano	Projeção de resultados Avaliador 4 (mil R\$ em set/06)	Resultado contábil		Diferença
		Histórico (mil R\$)	Corrigido para set/06 - IGP-DI (mil R\$)	
1997		3.020	7.048	
1998		2.727	6.257	
1999		2.085	3.987	
2000		2.485	4.328	
2001		1.275	2.011	
2002		4.256	5.311	
2003		4.999	5.794	
2004		4.802	4.963	
2005		3.434	3.507	
2006	6.174*	8.060	7.929	-22%
2007	6.262	8.486	7.738	-19%
2008	6.348	8.099	6.769	-6%
2009	6.390	11.106	9.417	-32%
2010	6.492	10.608	8.081	-20%
2011	6.604	14.298	10.374	-36%
2012	6.764	18.271	12.264	-45%
2013	6.910	19.267	12.256	-44%
2014	7.108	18.879	11.571	-39%
2015	7.327	20.203	11.186	-34%
2016	7.310	21.802	11.262	-35%

* Extrapolado para um ano a partir de set/06.

Fonte: Elaborado pelos autores a partir da avaliação produzida pelo Avaliador 4 e das Demonstrações Financeiras do *Shopping*.

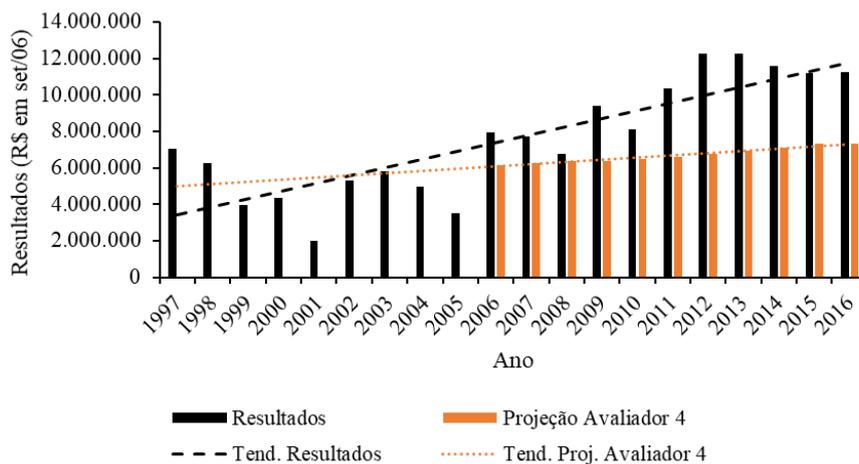


FIGURA 5
 Comparação entre os resultados projetados pelo Avaliador 4 e os resultados registrados pela contabilidade do *Shopping*.

A Tabela 8 busca reproduzir o trabalho do avaliador e apresenta, além dos valores históricos dos repasses efetuados, os valores corrigidos para setembro de 2006 pelo IGP-DI (mantendo a compatibilidade

com a avaliação de compra). Como se vê na Figura 5, a projeção de resultados do Avaliador 4 ficou significativamente abaixo dos valores efetivos, resultando em prejuízo ao Fundo B em favor do adquirente, participante do condomínio e administrador do Shopping.

Baseados nas informações previamente apresentadas, pode-se concluir sobre as diferenças entre as transações do Fundo B:

a) Ao comprar a participação no empreendimento este fundo previdenciário adotou um horizonte de quinze anos e taxa de desconto de 14,14% a.a., e ao vender sua participação o horizonte foi reduzido para dez anos e a taxa de desconto aumentada para 16% a.a. – entretanto, apesar destas duas alterações (horizonte e taxa de desconto) serem prejudiciais ao Fundo B, estas são premissas que não podem ser classificadas como tecnicamente inaceitáveis, sem prejuízo de interpretações diversas que podem advir de eventuais dados futuros.

b) A transação de compra foi lastreada por uma avaliação que, ao considerar altas taxas de crescimento das receitas e valores fixos para as despesas durante os quinze anos do horizonte, resultou em uma projeção de resultados que se mostrou irreal, beneficiando o vendedor em prejuízo do Fundo B, que adquiriu o empreendimento por um valor superior ao adequado. Há, porém, que se considerar a dificuldade de se fazer projeções em ambiente de hiperinflação, como o que passava o país em 1993, o que de certa forma atenua o erro que, se julgado existente, será de responsabilidade do Avaliador 1.

c) A transação de venda foi lastreada em uma avaliação, realizada em 2006, que se baseou em informações de um período histórico menor que o possível e sem apresentar os dados utilizados, o que tende a ter reduzido o valor final do empreendimento – este fato também prejudicou o Fundo B e, neste caso, a falta de apresentação dos dados pode ser considerada tecnicamente injustificável. Quanto à responsabilidade pelo erro, se julgado existente, aponta-se para o Avaliador 4, não se excluindo a possibilidade de responsabilização solidária da administração do Shopping, no caso de o avaliador comprovar que foi induzido pela prestação de informações enganosas, e do próprio Fundo B, por não fornecer as informações corretas ou não criticar sua falta na avaliação.

Como se verá adiante, as práticas contábeis adotadas pela administração do Shopping também contribuíram para uma parcela da redução dos resultados projetados pelo Avaliador 4 e o consequente prejuízo ao Fundo B, sendo a administração do Shopping a única responsável por essa parcela do prejuízo.

Conforme extensamente demonstrado, a combinação entre os fatos descritos levou o Fundo B a comprar participação no Shopping por um preço maior que o devido e a vender essa participação por um preço menor que o devido, gerando prejuízos ao fundo de previdência tanto na entrada como na saída do investimento. A Tabela 3 mostra que se o Fundo B nunca tivesse investido no Shopping e aplicado os recursos correspondentes em um investimento altamente conservador, como um título público federal corrigido pela Selic (LFT – Letras Financeiras do Tesouro), teria evitado um prejuízo da ordem de R\$ 150 milhões (cento e cinquenta milhões de reais) à época, o que importa em mais de meio bilhão de reais no final do ano de 2021.

4.4 Avaliação para a venda pelo Fundo C

Dada a limitação de espaço para o artigo, apenas mais uma avaliação imobiliária será analisada – aquela que resultou no menor valor observado para as transações de venda. Trata-se da avaliação que lastreou a transação de venda da participação do Fundo C no Shopping, produzido pelo Avaliador 3 em 2004. Uma característica marcante desta avaliação é uma série de considerações negativas feitas sobre os dez anos futuros do empreendimento. Algumas destas considerações são descritas a seguir:

- reduções de 5 a 10% nos valores de aluguéis mínimos do 2º ao 8º ano;
- reduções nos valores dos aluguéis complementares do 2º ao 8º ano;
- aumento da taxa de vacância para 40% no 2º e 3º anos; ajustando este percentual gradualmente até 15% no 8º ano;

- aumento de despesas operacionais.

Dentre as razões que o Avaliador 3 elencou para adotar estas considerações pessimistas estão:

- “O empreendimento objeto deste trabalho vem sofrendo, desde algum tempo, dos problemas de esvaziamento econômico da cidade”;

- “Houve um aumento significativo da vacância em função da saída do supermercado”;

- “Como a tendência face à conjuntura econômica do país e do mercado local é de retração, adotamos o índice atual de 31,87% como o representativo da vacância no primeiro ano do fluxo”;

- “o Shopping vem apresentando crônicos problemas de vacância, perdendo âncoras importantes e tendo que enfrentar uma disputa desigual com lojas de rua”;

- “o edifício que abriga o empreendimento possui deficiências notórias, tais como diferenças de níveis dos pisos, circulação vertical com escadas estreitas, etc., o que implica em hipóteses remotas de retomada e viabilização do empreendimento”.

Naturalmente estas condições assumidas pelo avaliador geraram quedas expressivas nas projeções de receitas, impactando negativamente a previsão de distribuição de resultados e, conseqüentemente, reduzindo o valor do empreendimento. Entretanto, as condições do país e do município onde se situa o Shopping em 2004 não apontavam para um cenário pessimista. Pelo contrário, os dados do IBGE mostram que desde 1996, com pequenas exceções em alguns trimestres, o PIB brasileiro teve crescimento constante até 2004, quando a avaliação foi feita. A partir daí a tendência de crescimento se manteve pelos anos seguintes, como ilustra a Figura 6, obtida do site do IBGE[6].

Além disso, em 2004 não havia expectativa de problemas futuros na economia brasileira. Pelo contrário, análises econômicas feitas à época pelo Ipea[7] demonstravam otimismo com a economia e o nível de emprego, o que deveria impactar positivamente empreendimentos baseados no consumo, como o Shopping.

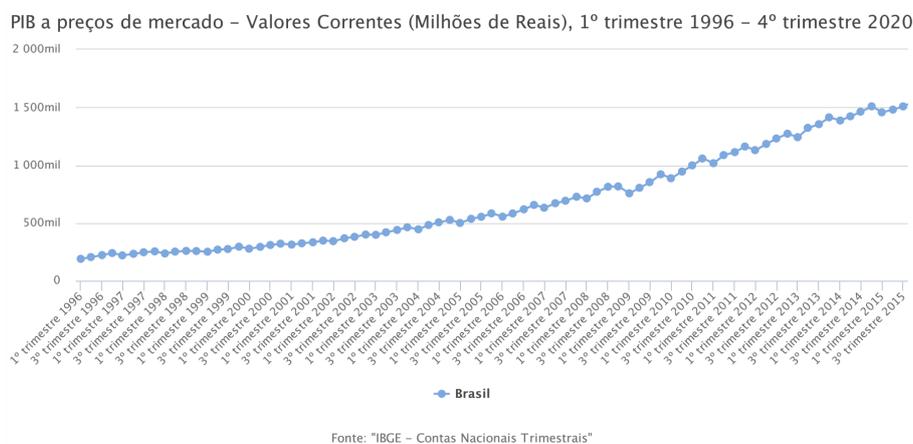


FIGURA 6
PIB a preços de mercado entre 1996 e 2015.

Por outro lado, é preciso reconhecer que a Tabela 9 e a Figura 7, retirados de estudo do SEBRAE[8], mostram que no período de 2002 a 2009 o PIB do Município teve um crescimento inferior ao dos demais municípios de sua região, de seu estado e do Brasil, o que poderia justificar a adoção de cenários mais conservadores para a avaliação. Entretanto, o fato de todos esses crescimentos terem sido constantes, sem nenhum decréscimo no período, levam à consideração das premissas adotadas na avaliação do Avaliador 3 como injustificadamente pessimistas e, portanto, tecnicamente inadequadas.

TABELA 9
 PIB a preços históricos do Município (em milhões de R \$), com posição regional e estadual, no período de 2002 a 2009.

Período	Município	Posição Regional	Posição Estadual
2002	3.774	1 ^a	3 ^a
2003	4.114	1 ^a	3 ^a
2004	4.700	2 ^a	4 ^a
2005	5.257	2 ^a	4 ^a
2006	6.045	2 ^a	4 ^a
2007	6.678	2 ^a	4 ^a
2008	7.390	2 ^a	4 ^a
2009	7.678	2 ^a	4 ^a
Evolução 2002/2009	103%	Regrediu 1 posição	

Fonte: SEBRAE.

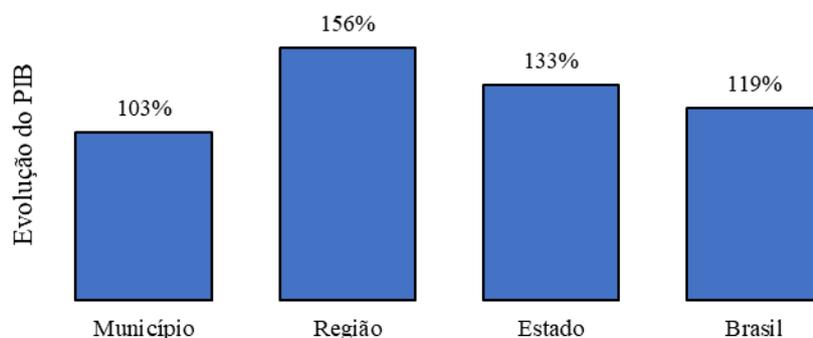


FIGURA 7

Evolução do PIB do Município, Região, Estado e Brasil, no período de 2002 a 2009.

A adequação do momento econômico do Município e a inserção do *Shopping* no mercado foram demonstradas, na prática, pela reversão da alta taxa de vacância observada no momento da avaliação. Conforme as informações do próprio Avaliador 3, a taxa de vacância média era de 15,09% e a taxa pontual era de 31,87% em função da saída de um supermercado do empreendimento em 2004. Ainda, informações posteriores mostram que em 2005 dois lojistas de marcas reconhecidas instalaram-se no centro comercial, reduzindo a área vaga ao menor nível da série apresentada. Embora a taxa de vacância possa realmente ser vista como um problema crônico do *Shopping*, os resultados históricos reforçam a inadequação do pessimismo do avaliador.

Além disso o Avaliador 3 considerou um aporte de R\$ 1,3 milhão em 2004 para manutenção, “conforme informações fornecidas”. A análise dos demonstrativos financeiros de 2004 não mostrou aportes neste sentido e montante, materializando um prejuízo indevido ao Fundo C. Neste caso, a declaração do avaliador remete a informação errônea fornecida por alguém que, em teoria, teria interesse em reduzir o valor da avaliação.

O resultado combinado entre o aporte de manutenção que não se realizou e as premissas pessimistas da avaliação pode ser visto na Tabela 10 e na Figura 8. Nelas se pode ver que, com exceção do ano de 2005 quando, dentre outras atitudes, a administração do *Shopping* previu uma inadimplência de 70% nos aluguéis a receber, a avaliação errou significativamente sua projeção de resultados, acarretando em prejuízo ao Fundo C e em benefício do adquirente (o administrador do *Shopping*).

TABELA 10

Comparação entre os resultados projetados pelo Avaliador 3 e os resultados registrados pela contabilidade do Shopping (correção pelo INPC adotado pelo avaliador).

Ano	Projeção de resultados Avaliador 3 (mil R\$ em jun./2004)	Resultado contábil		Diferença
		Histórico (mil R\$)	Corrigido para jun./04 - INPC (mil R\$)	
1997		3.020	5.051	
1998		2.727	4.450	
1999		2.085	3.138	
2000		2.485	3.553	
2001		1.275	1.665	
2002		4.256	4.845	
2003		4.999	5.156	
2004	3.477	4.802	4.666	-25%
2005	3.459	3.434	3.177	9%
2006	3.054	8.060	7.252	-58%
2007	3.119	8.486	7.261	-57%
2008	3.057	8.099	6.509	-53%
2009	3.118	11.106	8.572	-64%
2010	3.002	10.608	7.690	-61%
2011	3.207	14.298	9.772	-67%
2012	3.483	18.271	11.758	-70%
2013	3.677	19.267	11.746	-69%

Fonte: Elaborado pelos autores a partir da avaliação produzida pelo Avaliador 3 e das Demonstrações Financeiras do Shopping.

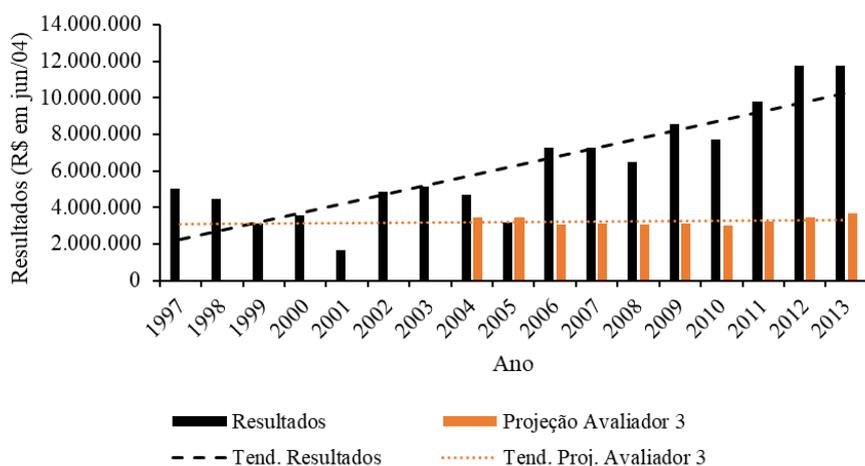


FIGURA 8

Comparação entre os resultados projetados pelo Avaliador 3 e os resultados registrados pela contabilidade do *Shopping*.

Para completar a situação desta avaliação que levou ao valor mais baixo dentre todos os analisados, o avaliador destacou que “atendendo à solicitação expressa pela consultante de que seja indicado um valor de liquidação imediata do imóvel”, adotou a taxa de desconto de 18% a.a., o que também tem forte efeito no valor final da avaliação. Neste caso, porém, o avaliador é claro em indicar que a alta taxa de desconto foi adotada em função de um pedido do próprio Fundo C.

Com base no exposto, aponta-se que a avaliação feita pelo Avaliador 3 adotou considerações pessimistas que não encontravam suporte técnico nas bases históricas de dados e nas análises da conjuntura econômica do país. Além disso, aparentemente o avaliador superestimou o efeito de um período passageiro em que houve uma baixa no percentual de locação devido à saída de um supermercado, o que não se mostrou acertado,

e considerou uma provisão de recursos que não foi realizada e, portanto, pode ser considerado responsável por estes erros que, se julgados existentes, acarretaram prejuízo ao fundo de previdência em benefício do adquirente.

Cabe ressaltar que além do erro tecnicamente injustificável do avaliador, o baixo valor adotado para a venda da participação no empreendimento também foi influenciado pela alta taxa de desconto – esta, a julgar pela declaração consignada no laudo de avaliação, adotada em função de pedido do próprio fundo previdenciário. Naturalmente, analisar o motivo pelo qual esta entidade de previdência teria tomado esta atitude extrapola o escopo do presente trabalho, mas é possível afirmar que uma parcela do prejuízo sofrido por esse Fundo de Pensão foi causada por seus próprios administradores em consequência desse ato.

Por fim, o Avaliador 3 considerou um aporte de R\$ 1,3 milhão em 2004 para manutenção, “conforme informações fornecidas”. Entretanto, as Demonstrações Financeiras do *Shopping* não apontam essas despesas em 2004. Assim, caso a administração do condomínio tivesse apresentado ao avaliador uma previsão de despesas futuras que não se realizaram, ocasionando ao Fundo C um prejuízo na venda de sua participação, então a administração do Shopping seria diretamente responsável por isso. Na mesma linha, as práticas contábeis adotadas pela administração do condomínio, conforme será detalhado adiante, também contribuíram para uma parcela da redução dos resultados projetados pelo Avaliador 3 e o consequente prejuízo ao Fundo C, sendo a administração do Shopping a única responsável por essa parcela do prejuízo.

Conforme extensamente demonstrado, a combinação entre os fatos descritos levou o Fundo C a vender sua participação no Shopping por um preço menor que o devido, gerando um prejuízo ao fundo de previdência. A Tabela 3 mostra que se o Fundo C nunca tivesse investido no Shopping e aplicado os recursos correspondentes em investimentos altamente conservadores, teria evitado um prejuízo de quase R\$ 100 milhões (cem milhões de reais) em valores de agosto de 2007, o que corresponderia a mais de R\$ 300 milhões (trezentos milhões de reais) no final do ano de 2021.

4.5 – Análise complementar

O Avaliador 5 informou parâmetros de mercado para a análise de investimento do setor. Segundo esse avaliador, uma análise simplificada costumeiramente feita pelos investidores e que representa o retorno inicial do investimento, é um indicador que divide a lucratividade (ou ainda a receita) do ano da avaliação pelo valor da transação (aqui simplificada chamada de Taxa de Retorno Inicial do Investimento). Ainda segundo o Avaliador 5, os resultados para algumas transações dos Fundos de Pensão apresentam as comparações com os valores usualmente praticados pelo mercado mostrados na Tabela 11 e na Figura 9.

TABELA 11
Taxas de Retorno Inicial do Investimento para as transações dos Fundos de Pensão.

Ano	Fundo	Transação	TRII transação	TRII Mercado	
				Mínimo	Máximo
1995	Fundo B	Comprou	5,32%	8%	12%
1996	Fundo A	Comprou	3,94%	10%	15%
1997	Fundo D	Comprou	3,63%	12%	18%
1997	Fundo C	Comprou	2,50%	12%	18%
1999	Fundo C	Comprou	2,18%	12%	18%
2004	Fundo C	Vendeu	25,11%	12%	16%
2007	Fundo B	Vendeu	14,51%	10%	15%
2007	Fundo D	Vendeu	14,56%	10%	15%
2007	Fundo A	Vendeu	14,10%	10%	15%

Fonte: Elaborado pelos autores a partir de declarações do Avaliador 5.

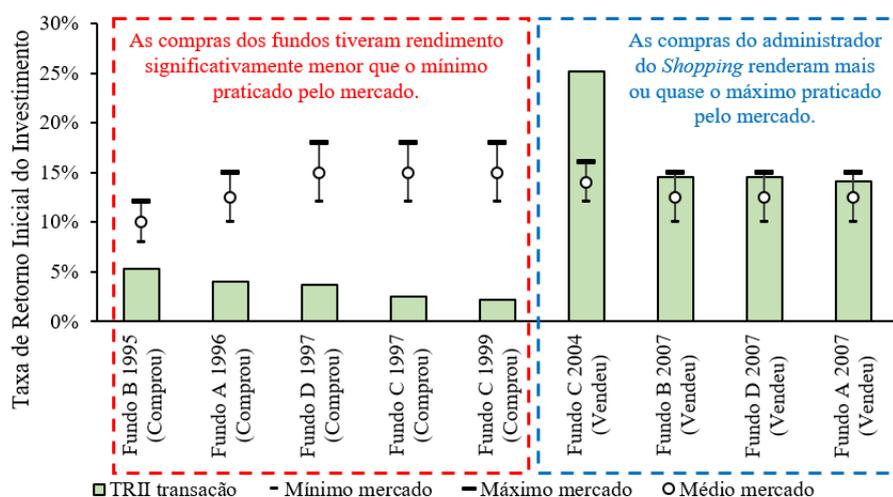


FIGURA 9

Taxas de Retorno Inicial do Investimento para as transações dos Fundos de Pensão.

As informações constantes na Tabela 11 e na Figura 9 evidenciam, de forma alternativa, que os Fundos de Pensão pagaram demais quando compraram suas participações no Shopping, e receberam pouco quando venderam suas participações. Essa conclusão se baseia no indicador denominado Taxa de Retorno Inicial do Investimento alcançado por cada fundo e comprova que, por um motivo ou outro, o administrador do Shopping se beneficiou dos negócios feitos com as entidades previdenciárias.

5. PRÁTICAS CONTÁBEIS E ADMINISTRATIVAS

Além dos prejuízos gerados por avaliações imobiliárias potencialmente ardilosas, os Fundos de Pensão estudados também sofreram prejuízos ocasionados por práticas contábeis e administrativas potencialmente criminosas. Em breve resumo, a análise dos Demonstrativos Financeiros do empreendimento, e ainda de outras informações, aponta para a possibilidade de ações que objetivaram reduzir tanto os valores de repasses do resultado quanto os valores das avaliações do empreendimento em si, já que seu valuation é feito pelo método da renda. Dentre essas práticas podem-se citar (i) Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa; (ii) Provisão para Contingências; (iii) provisões informadas aos avaliadores de valores com obras não realizadas; (iv) potenciais conflitos de interesses; e (v) falta de repasse de resultados.

5.1 Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa

A partir do exercício de 1998, a administração do Shopping passou a constituir Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa (PCLD), cuja finalidade é estimar o valor de perda de alugueis a receber. A constituição ou reversão dessa provisão deve ser feita mediante avaliação criteriosa, fundamentada em perdas históricas e análise individual por cliente, com objetivo de mitigar o risco de perda.

As Demonstrações Financeiras do Shopping, do período em que os Fundos de Pensão receberam repasses do resultado do empreendimento (1998 a 2006), evidenciam valores de PCLD que representam reconhecimento dessa provisão em percentuais anuais variando de 26% a 70% em relação ao valor dos “Alugueis a Receber”.

A leitura desses percentuais indica, por exemplo, que no ano de 2005 a administração estimou que 70% do valor de alugueis a receber não seria recebido, ou seja, estimou que do crédito de R\$ 5,6 milhões de alugueis, não receberia o montante de R\$ 3,9 milhões.

Ainda que se trate de prática contábil legal, o que se identificou foi um montante vultoso dessa provisão no período de 1998 a 2006, sem que houvesse informação nas Demonstrações Financeiras quanto às justificativas e demais dados utilizados pela administração para seu reconhecimento.

Considerando que o resultado do empreendimento deveria ser distribuído aos empreendedores do Shopping e que houve superávit a distribuir em todo o período de 1998 a 2006 (quando os Fundos de Pensão participavam do empreendimento), o montante de PCLD causou reflexos significativos no valor de repasses efetuados aos empreendedores, reduzindo o valor recebido em seu Fluxo de Caixa.

No ano de 2007, quando os Fundos deixaram a sociedade e, portanto, passaram a não mais receber repasses do empreendimento, esse montante de PCLD foi 95% revertido, ou seja, houve recebimento dos créditos de aluguéis, tornando esse montante em receita nesse ano, e/ou reconhecimento da perda efetiva do crédito, fato este não esclarecido nas demonstrações. Se considerado como recebimento dos créditos de aluguéis, a reversão de PCLD resultaria no prejuízo de quase R\$ 1 milhão aos Fundos de Pensão, já que esse montante não foi repassado aos Fundos, mas recebido pelo adquirente das cotas de participação dessas entidades previdenciárias em 2007, o próprio administrador do *Shopping*. Ao final de 2021 esse prejuízo representaria cerca de R\$ 3 milhões se corrigido pela taxa Selic.

5.2 Provisão para Contingências

Fato semelhante à PCLD verificou-se com a Provisão para Contingências, que representa as contingências judiciais cuja probabilidade de perda é considerada provável ou possível. As Demonstrações Financeiras informaram que as provisões para contingência foram calculadas e registradas em montante considerado suficiente para cobrir eventuais perdas. Essa provisão foi constituída a partir de 2004, e até 2006 representou o montante de R\$ 1,5 milhão, ou seja, esse valor não foi repassado aos empreendedores, reduzindo o valor recebido nos seus Fluxos de Caixa. Nesse período os Fundos de Pensão participavam do empreendimento.

No ano de 2007, quando os Fundos de Pensão passaram a não mais receber repasses do empreendimento, 98% desse montante foi revertido, mediante reconhecimento de receita com a reversão da Provisão para Contingências. Essa reversão resultou no prejuízo de R\$ 757 mil aos Fundos de Pensão (cerca de R\$ 2,5 milhões se atualizado para o final de 2021), já que esse montante não foi repassado aos Fundos, mas recebido pelo adquirente das cotas de participação dessas entidades previdenciárias em 2007, o próprio administrador do *Shopping*.

5.3 Provisões para obras não realizadas

Além das citadas reversões de provisões, que coincidentemente ou não, foram efetuadas em 2007, ano em que os Fundos de Pensão passaram a não mais receber repasses do empreendimento, alguns avaliadores consideraram, nos fluxos de caixa dos anos seguintes às respectivas avaliações, investimentos em obras vultosas que, de acordo com os registros contábeis, não foram executadas. Esses avaliadores consideraram a utilização de dados repassados pela administração do *Shopping*, com valores de provisões para obras de reformas emergenciais ou voluptuárias, que se observou não realizadas.

Citando-se um claro exemplo, um dos avaliadores declarou que a administração do Shopping apresentou orçamento referente às obras necessárias de reparos e modernização do empreendimento, o qual apresentaria vários problemas de ordem física-funcional e estética. O referido orçamento apontava que R\$ 4,6 milhões, em obras de manutenção prioritária e necessária, estariam programadas para investimento no ano de 2007 (o que equivale a cerca de R\$ 15 milhões atualmente). Entretanto, as Demonstrações Financeiras do Shopping não as apontam.

Então, como os avaliadores reduziram o valor do empreendimento em função das obras que a administração do Shopping informou que seriam realizadas nos anos seguintes, é como se na prática os Fundos de Pensão tivessem pago por essas obras futuras que não se materializaram. Em outras palavras, houve uma “reserva de valor” para atender às despesas projetadas, e os Fundos de Pensão deixaram de receber valores que lhes eram devidos. Assim, as informações da documentação analisada comprovam que os Fundos de Pensão sofreram prejuízos causados por informações erradas repassadas pela administração do *Shopping*.

5.4 Potencial conflito de interesses

Outro ponto a ser observado é a situação inusitada da exploração do estacionamento do Shopping, que aparentemente levava à obtenção de receitas inferiores a seu potencial. Apesar de tratar-se de questão subjetiva, observa-se que a administração deste atuava no sentido de conceder a exploração do estacionamento à empresa especializada mediante o pagamento de um aluguel mensal. Essa prática difere da usual nesse tipo de empreendimento, em que a remuneração do empreendedor é proporcional à receita gerada pelo estacionamento. Como consequência, os repasses aos Fundos de Pensão eram limitados em um primeiro momento, e a administração do Shopping poderia ser posteriormente beneficiada pela aquisição de um empreendimento subavaliado.

Cabe ainda destacar que a empresa especializada que alugava o estacionamento era de propriedade do próprio administrador do Shopping, o que aponta para a caracterização de um conflito de interesses. Em outras palavras, tal administrador concederia a administração do estacionamento para ele mesmo por valores inferiores aos praticados pelo mercado, dentro da estrutura do Shopping, e com isso poderia lucrar de duas formas: (i) alcançando lucros indiretamente com a diferença entre os valores da receita com estacionamento na empresa especializada e os “negociados”; e (ii) comprando, no futuro, um empreendimento subavaliado em função das receitas limitadas por sua administração. Assim, a forma atípica de exploração do estacionamento pelo Shopping resultou em prejuízo aos Fundos de Pensão, tanto nos repasses financeiros periódicos de resultados quanto na avaliação de venda.

5.5 Falta de repasses

As Demonstrações Financeiras em 31/12/2006 evidenciavam saldo de superávit ainda não repassados aos empreendedores no montante R\$ 1,1 milhão (“Obrigações com Empreendedores” no Passivo Circulante). As participações dos Fundos de Pensão representavam R\$ 572 mil nesse saldo. Contudo, não houve repasse de valores aos Fundos evidenciado nas Demonstrações Financeiras do Shopping no ano seguinte (2007), tampouco se verificou repasses nos anos seguintes. Consequentemente, acrescenta-se esse valor ao montante de prejuízo causado aos Fundos de Pensão.

Outro ponto a ser considerado no montante desse prejuízo: as Escrituras Públicas de venda das participações dos Fundos de Pensão ao administrador estabelecem que a partir da data da escritura os resultados do Shopping seriam devidos à compradora. Consequentemente, os resultados até aquela data eram devidos à vendedora (os Fundos de Pensão). Contudo, nas Demonstrações Financeiras de 2007 não há valores do superávit do ano atribuído para distribuição aos Fundos de Pensão que em meados daquele ano venderam suas participações, tampouco há repasses aos Fundos nesse ano ou nos anos seguintes.

Sendo assim, o superávit obtido em 2007, inclusive decorrente das reversões da Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa e da Provisão para Contingências, acrescido do valor do saldo de superávit não repassados aos Fundos até 31/12/2006, foram repassados integralmente ao adquirente das participações dos Fundos de Pensão, o administrador do Shopping, ainda que os Fundos de Pensão tivessem participação no empreendimento até meados de 2007.

Como se viu, essas práticas contábeis e administrativas tiveram duas características comuns: a desconsideração de situações benéficas para os Fundos de Pensão e a consideração de situações que reduzissem os ganhos das entidades previdenciárias (ainda que essas situações danosas não se verificassem efetivamente). Essa prática ajuda a explicar os valores atípicos nos anos de 2005 e 2007. Com base no exposto, os dados analisados indicam que os prejuízos dos Fundos de Pensão, descritos anteriormente, somam R\$ 2,3 milhões (reversão das provisões e saldo de superávit a pagar não repassados). Além disso, os fundos sofreram prejuízos pela ausência de repasses do resultado do ano de 2007 (distribuição do superávit do período em que eram participantes do empreendimento), agravados pelos prejuízos pontuais e diferidos com perda de receitas do estacionamento do Shopping e com obras previstas nas avaliações e não realizadas. Ao final de 2021 esse prejuízo representaria cerca de R\$ 7,5 milhões se corrigido pela taxa Selic.

6. OBJETO DA INVESTIGAÇÃO E DEPOIMENTOS COLHIDOS

Especificamente no tocante ao objeto da hipótese criminal em comento, perquiriu-se a prática, em tese, dos crimes descritos no artigo 4º da Lei n.º 7.492/1986; artigos 317 e 333 do Código Penal, além do artigo 1º da Lei n.º 9.613/98.

Com efeito, ab initio, a investigação foi instaurada para apurar atos de gestão fraudulenta, relacionados a algumas entidades fechadas de previdência complementar, ante a notícia de fraude na negociação da compra e venda de participações havidas num empreendimento imobiliário (Shopping Center), negócio conduzido pelo administrador e gestor do referido Shopping. As condutas teriam gerado prejuízos expressivos às mencionadas entidades, havendo, inclusive, relato de destinação de vantagens ilícitas a agentes políticos.

Para se elidir eventual alegação de infeliz combinação de coincidências, que levasse todas as avaliações de compra a superavaliar, e todas as avaliações de venda a subavaliar o preço do Shopping, conforme materializado pela perícia, passa-se a transcrever dados da investigação.

De fato, não bastassem os problemas apontados pela sobredita análise técnica das avaliações que embasaram as transações dos Fundos de Pensão, e realizadas de forma autônoma e independente, convém destacar o dado trazido por um dos avaliadores em seu depoimento na esfera policial, dando conta de que no caso em pauta recebera informações truncadas do administrador do Shopping, e que o Fundo de Pensão que o contratou nada fez para esclarecer os fatos, mesmo quando instado a tanto. Esse avaliador declarou ainda que a partir de 2008 sua empresa optou por não mais prestar serviço a entidades previdenciárias tendo em vista a solicitação de resultados pré-determinados, o que contraria os aspectos mais mezinhos da técnica de avaliação e a idoneidade do trabalho técnico.

Outrossim, em sede de colaboração premiada, outro depoente admitiu ter operacionalizado, no ano de 2004, o pagamento de propina no valor de R\$ 5 milhões (ao final de 2021, tal propina equivaleria a R\$ 26 milhões, se corrigida pela taxa Selic), narrando detalhes da empreitada criminoso. Segundo esse depoente, o valor teria sido pago em espécie pelo administrador do Shopping a um dos administradores do Fundo C e a um agente político, o que reforça a hipótese criminal de que houve conluio entre a administração do Shopping, gestores dos Fundos de Pensão e empresas avaliadoras para materializar os prejuízos dos Fundos de Pensão aqui estudados.

7. TIPIFICAÇÃO PENAL

No caso em análise as irregularidades descritas, em tese, subsumir-se-iam a tipos penais específicos. Como argumentação, os ilícitos tendem a se enquadrar nos diplomas legais relacionados adiante.

7.1 Lei n.º 7.492/1986

A Lei n.º 7.492/1986, que define os crimes contra o sistema financeiro, prevê em seu artigo 4º:

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

No caso em tela, a gestão fraudulenta (ou, no mínimo, temerária) poderia ser imputada, restando evidente a manobra ardilosa e dolosa praticada pelo gestor do Shopping. Quanto aos gestores dos Fundos de Pensão, pôde-se coligir, quando menos, que ultrapassaram os limites da prudência, exigidos de quem escolhe um investimento. Em verdade, revelaram-se atos descabidos e irresponsáveis, incompatíveis com uma razoável e percuciente gestão.

Neste particular aspecto, cabe tecer alguns comentários para ressaltar as diferenças entre as gestões fraudulenta e temerária. Com efeito, a gestão fraudulenta se vale de meio enganoso para ludibriar, alterando a verdade dos fatos (fraude). No caso proposto, a conduta do gestor do Shopping poderia ser enquadrada na aludida tipificação penal. Já a gestão temerária, que denota ação arriscada e perigosa, constitui delito de conotação subjetiva, a reclamar minuciosa análise e interpretação do caso concreto. A comprovação do dolo à configuração do tipo é problema a ser enfrentado pela investigação (registros de combinações entre os participantes, rastreamento financeiro) e/ou pela prova pericial, que pode afastar a possibilidade de justificativas técnicas para além da dúvida razoável.

Apesar das citadas diferenças, as gestões fraudulenta e temerária reúnem importante característica comum: configuram crimes formais, consumados apenas pela ação, independentemente de a entidade previdenciária ou seus associados serem lesados.

Assim, reunindo-se o que restou materializado nas análises técnicas, com dados obtidos pela investigação, denota-se que os gestores do Fundo C poderiam ser enquadrados na conduta de gestão fraudulenta, pois os recebimentos financeiros provindos do administrador do Shopping demonstram que houve uma ação por tais gestores com fraude, ardil, engodo, buscando ludibriar os participantes do Fundo C quanto ao investimento no empreendimento. Tal conclusão se reforça, sobretudo, na afirmação de um dos avaliadores contratados, quando asseverou que gestores de Fundos de Pensão solicitavam resultados pré-determinados para suas avaliações.

7.2 Código Penal

Da mesma forma, o Código Penal (Decreto-Lei n.º 2.848/1940) trata da corrupção e prevê, no Título XI, os “crimes contra a administração pública”, figurando, como sujeito ativo, tanto o funcionário público quanto o particular, *in verbis*:

- Art. 317 - Solicitar ou receber, para si ou para outrem, direta ou indiretamente, ainda que fora da função ou antes de assumi-la, mas em razão dela, vantagem indevida, ou aceitar promessa de tal vantagem;
 - Pena – reclusão, de 2 (dois) a 12 (doze) anos, e multa.
 - § 1.º A pena é aumentada de um terço, se, em consequência da vantagem ou promessa, o funcionário retarda ou deixa de praticar qualquer ato de ofício ou o pratica infringindo dever funcional.
 - [...]
- Art. 333 - Oferecer ou prometer vantagem indevida a funcionário público, para determiná-lo a praticar, omitir ou retardar ato de ofício;
 - Pena – reclusão, de 2 (dois) a 12 (doze) anos, e multa.
 - (grifo nosso)

Novamente aqui o conluio entre gestores de pelo menos um Fundo de Pensão e o administrador do Shopping, materializado pelo recebimento financeiro por parte dos gestores do Fundo de Pensão é que se coaduna com as ações especificadas nos tipos penais. Os gestores recebem, enquanto o administrador do Shopping oferece ou promete a vantagem indevida para que os gestores efetivem os aportes no investimento que convém àquele, no valor que vai gerar ganhos para o administrador em detrimento de prejuízo ao Fundo de Pensão.

7.3 Lei n.º 9.613/1998

A Lei n.º 9.613/1998 estabelece, em seu artigo 1º:

Art.1º Ocultar ou dissimular a natureza, origem, localização, disposição, movimentação ou propriedade de bens, direitos ou valores provenientes, direta ou indiretamente, de infração penal.

Se não bastasse, cumpre salientar que os crimes sobreditos poderiam ser antecedentes aos crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores, consoante redação conferida pela Lei n.º 12.683/2012.

7.4 Lei n.º 6.385/1976

Por fim, a Lei n.º 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e prevê os crimes contra o mercado de capitais, estabelece em seu artigo 27-C:

Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras **manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros:**

Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

(grifo nosso)

Quando se evidencia materialmente que houve conluio entre os gestores dos Fundos de Pensão, avaliadores contratados e a administração do Shopping, como o caso estudado demonstra ter ocorrido, torna-se factível a imputação desse crime, já que as análises técnicas demonstraram que em diversos momentos ocorreram manobras fraudulentas. Nesse caso específico, houve a confecção de avaliações imobiliárias destinadas a alterar o preço do empreendimento, com intuito manifesto de causar dano aos participantes/pensionistas dos Fundos de Pensão e lucro/vantagem aos participantes da colusão.

Neste sentido, consoante redação do art. 2º da referida Lei nº 6.385/1976, apesar de ainda não pacificado, considerando-se que há na investigação elementos que apontam para a oferta do empreendimento para diferentes investidores, entende-se que as cotas de participação no empreendimento em tela haverão de ser consideradas como valores mobiliários, para subsunção ao delito acima descrito.

8. CONCLUSÃO

O presente artigo apresenta um estudo de caso em que quatro Fundos de Pensão tiveram prejuízos combinados superiores a R\$ 1,3 bilhão (um bilhão e trezentos milhões de reais) ao decidirem investir em um empreendimento de base imobiliária em contraposição a investimentos conservadores, tais como títulos públicos federais do tipo LFT – Letras Financeiras do Tesouro.

De posse de documentos obtidos de uma investigação real, o estudo iniciou esclarecendo as regras básicas de funcionamento de entidades previdenciárias e da legislação correspondente; buscou casos correlatos na história recente do país; apresentou e analisou o modus operandi que potencialmente prejudicou quatro

Fundos de Pensão; e reuniu informações de depoimentos prestados no caso para, finalmente, apontar potenciais tipificações penais para os envolvidos.

Recapitulando, os investimentos deficitários foram lastreados por avaliações especializadas de valor de mercado de um *Shopping Center*. Apesar da complexidade envolvida nessas avaliações justificar alguma variação no valor do empreendimento, o artigo demonstra a existência de erros tecnicamente injustificáveis. Demonstra ainda que tais erros ocorreram sempre no sentido de superavaliar o empreendimento quando os Fundos de Pensão compravam participação, e subavaliar o empreendimento quando os Fundos vendiam suas participações. Assim, tais avaliações foram consideradas potencialmente fraudulentas por contribuírem decisivamente para os prejuízos dos Fundos de Pensão.

O artigo também aponta práticas contábeis e procedimentos administrativos questionáveis que importaram em prejuízo aos Fundos de Pensão e em benefício ao administrador do *Shopping*. Por fim, apresenta alguns detalhes colhidos pela investigação, em especial as declarações de um dos avaliadores e de um depoente, atestando, respectivamente, condutas insólitas quando da avaliação e o pagamento de propina milionária pelo administrador do *Shopping* a gestores de um dos Fundos de Pensão. O conjunto de dados disponíveis, formado pelas práticas e procedimentos questionáveis, pelos erros técnicos nas avaliações imobiliárias e pelo teor das declarações dos depoentes, suportam a tese de que os prejuízos sofridos pelos Fundos de Pensão são devidos a fraudes contra essas entidades de previdência complementar, conforme a tipificação penal apresentada.

A convergência entre as conclusões independentes da perícia e da investigação demonstram a potência sinérgica dos trabalhos conjuntos que, ao final, robustecem o trabalho policial na busca pela verdade dos fatos. Ainda que o estudo se resuma a um caso prático de empreendimento de base imobiliária e que essa especificidade possa ser vista como uma limitação, pode-se concluir que o artigo possui importância prática por alertar para outros casos em que o *modus operandi* apresentado se repita, e ainda por poder servir como guia prático para investigações semelhantes, presentes ou futuras.

BIOGRAFIA DE AUTORIA

Regis Signor

Perito Criminal Federal desde 2003. Graduado e Mestre em Engenharia Civil, e Doutor em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina; e Pós-Doutor pela Curtin University (Austrália).

Alexandre Bacellar Raupp

Perito Criminal Federal desde 2002. Graduado em Agronomia e Mestre em Zootecnia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul; Engenheiro Civil pela Pontifícia Universidade Católica/RS e Mestre em Perícias Criminais Ambientais pela Universidade Federal de Santa Catarina.

Anníbal Wust do Nascimento Gaya

Delegado de Polícia Federal desde 2002. Graduado em Direito pela Universidade Federal do Paraná, com pós-graduação, em nível de especialização, em direito tributário, pela Universidade do Vale do Itajaí/SC.

João Cláudio Nabas

Perito Criminal Federal desde 2005. Graduado em Engenharia Civil pela Universidade do Estado de Santa Catarina.

REFERÊNCIAS

Alves, E. C. G. (2021). Regime constitucional dos militares. Disponível em: <https://www.marinha.mil.br/spsm/node/55> Acesso em: 21/11/21.

- Amorim, S. F. (2021). Previsão de Índícios de Fraude em Fundos de Pensão utilizando Modelos de Aprendizado de Máquina Supervisionados e Técnicas de Balanceamento de Dados. Dissertação (Mestrado), Universidade de Brasília - Departamento de Administração.
- Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (2021). *Consolidado estatístico – dezembro de 2021*. Disponível em: https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2022/04/Consolidado-Estatistico_12.2021.pdf Acesso em: 12/05/22.
- Associação Brasileira de Normas Técnicas, (2002). *NBR 14653-4 – Avaliação de bens, Parte 4: Empreendimentos*. Rio de Janeiro: ABNT.
- Barr, N.; Diamond, P. (2006). The economics of pensions. *Oxford Review of Economic Policy*, 22 (1): 15-39.
- BRASIL (1923). *Decreto nº 4.682, de 24 de janeiro de 1923*. Crea, em cada uma das empresas de estradas de ferro existentes no país, uma caixa de aposentadoria e pensões para os respectivos empregados.
- BRASIL (1940). *Decreto-Lei nº 2.848, de 07 de dezembro de 1940*. Código Penal.
- BRASIL (1976). *Lei nº 6.385/1976, de 07 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.
- BRASIL (1986). *Lei nº 7.492/1986, de 16 de junho de 1986*. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências.
- BRASIL (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil: promulgada em 5 de outubro de 1988*.
- BRASIL (1998). *Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998*. Dispõe sobre os crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores; a prevenção da utilização do sistema financeiro para os ilícitos previstos nesta Lei; cria o Conselho de Controle de Atividades Financeiras - COAF, e dá outras providências.
- BRASIL (2001). *Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001*. Dispõe sobre o sigilo das operações de instituições financeiras e dá outras providências.
- BRASIL (2006). *Decreto nº 5.687, de 31 de janeiro de 2006*. Promulga a Convenção das Nações Unidas contra a Corrupção, adotada pela Assembleia-Geral das Nações Unidas em 31 de outubro de 2003 e assinada pelo Brasil em 9 de dezembro de 2003.
- BRASIL (2009). *Lei nº 12.154, de 23 de dezembro de 2009*. Cria a Superintendência Nacional de Previdência Complementar PREVIC e dispõe sobre o seu pessoal; inclui a Câmara de Recursos da Previdência Complementar na estrutura básica do Ministério da Previdência Social; altera disposições referentes a auditores-fiscais da Receita Federal do Brasil; altera as Leis nºs 11.457, de 16 de março de 2007, e 10.683, de 28 de maio de 2003; e dá outras providências.
- BRASIL (2012a). *Lei nº 12.683, de 9 de julho de 2012*. Altera a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, para tornar mais eficiente a persecução penal dos crimes de lavagem de dinheiro.
- BRASIL (2012b). Supremo Tribunal Federal. Acórdão Ação Penal nº 470/MG. Brasília, DF, 17 de dezembro de 2012. Relator: Ministro Joaquim Barbosa. Brasília: STF, 2013. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=3678648>. Acesso em: 07 mai. 2022.
- BRASIL (2021). *Fundos de Pensão: coletânea de normas*. Brasília: Ministério da Economia, Subsecretaria do Regime de Previdência Complementar. 634p.
- Bruni, A. L. (2013). *Avaliação de Investimentos: Com Modelagem Financeira no Excel*. 2ed. São Paulo: Atlas.
- Carneiro, T. M. C. (2015). *Os fundos de pensão (de) estatais na qualidade de investidores do mercado de capitais: deveres, limites e responsabilidades*. Tese (doutorado), Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de Direito.
- De Conti, B. (2016). Os Fundos Brasileiros de Previdência Complementar: segmentações analíticas e estudos preliminares sobre a alocação de seus recursos. In: Santos, C. H. M (org.) *Características estruturais do sistema financeiro brasileiro: um registro da reflexão do Ipea no biênio 2014-2015*. Brasília: Ipea, 2016. 427 p.
- Husson, T., McCann, C., O’Neal, E., & Taveras, C. (2014). Large sample valuations of tenancies-in-common. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 20(2): 147-161.

- Instituto Nacional de Criminalística (2014). *Manual de Procedimento Pericial - Manual de Perícias de Engenharia – Avaliação de Imóveis Urbanos*. Pedro de Sousa Oliveira Júnior (Ed.) # 1. ed. – Brasília: Instituto Nacional de Criminalística, 62p.
- Leal, A. C.; Romeu, G. F. Z; Pouso, G. O.; Romano, G. L.; Alves, M. S. (2018). Os impactos da corrupção nos Fundos de Pensão. *Revista Brasileira de Previdência*, 9(2): 211-226.
- Liu, C., Mikesell, J., & Moldogaziev, T. T. (2021). Public Corruption and Pension Underfunding in the American States. *The American Review of Public Administration*, 51(6), 449–466.
- Ministério da Economia (2019). *Fundos de Pensão: coletânea de normas*. Brasília: Ministério da Economia, Subsecretaria do Regime de Previdência Complementar, 663p.
- Ministério da Economia (2020). *Previdência Complementar para Todos: Guia para a população brasileira se preparar melhor para a aposentadoria*. Disponível em: <https://www.gov.br/trabalho-e-previdencia/pt-br/assuntos/previdencia-complementar/mais-informacoes/arquivos/prevcomptodos21-09.pdf> Acesso em: 09/12/21.
- Ministério Público Federal (2019). *Denúncia relativa aos Procedimentos Investigatórios Criminais n.º 1.16.000.002185/2019-90 e 1.16.000.002205/2017-61 e Inquérito Policial n.º 912/2016*. Disponível em: <http://www.mpf.mp.br/df/sala-de-imprensa/docs/denuncia-fip-florestal>. Acesso em 12/05/22.
- Ministério Público Federal (2021). *Relatório final de atividades e de execução de plano de ação da Força-Tarefa Greenfield. Período: junho/2016 a novembro/2020*. Disponível em: <http://www.mpf.mp.br/df/sala-de-imprensa/docs/PRDF00001389.2021.pdf>. Acesso em 02/05/22.
- Muir, D. M. (2016). Decentralized Enforcement to Combat Financial Wrongdoing in Pensions: What Types of Watchdogs Are Necessary to Keep the Foxes Out of the Henhouse? *American business law journal*, 53(1): 33-96.
- PREVI (2021). *A PREVI – Nossa história*. Disponível em: <https://www.previ.com.br/portal-previ/a-previ/nossa-historia/> Acesso em: 21/11/21.
- Polícia Federal (2018). *Relatório de Gestão do Exercício de 2017*. Disponível em: <https://www.gov.br/pf/pt-br/aceso-a-informacao/auditorias/relatorios-de-gestao/relatorio-de-gestao-2017.pdf/view> Acesso em: 12/05/22.
- Reurink, A. (2016). *Financial fraud: A literature review*. MPIfG Discussion Paper, N.º. 16/5, Max Planck Institute for the Study of Societies, Cologne.
- Saraiva, R. (2021). *Fraude nos fundos de pensão: como a gestão fraudulenta e a supervalorização dos ativos ameaçam a previdência complementar*. Curitiba: Juruá, 2021.
- Silva, S. A. L. (2018). *Desempenho de fundos de pensão sob a óptica das boas práticas de governança corporativa e da auditoria independente*. Tese (doutorado), Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração.
- Souza, S. (2016). *Relatório Final da CPI dos Fundos de Pensão*. Brasília, Câmara dos Deputados, 859 p.