



ESCOLA DA MAGISTRATURA DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO

A FRAUDE CONTÁBIL NO ÂMBITO DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO. O  
CRIME DO COLARINHO BRANCO E A TUTELA PENAL DO MERCADO DE  
CAPITAIS

Lilian Azeredo Larrubia

Rio de Janeiro  
2023

LILIAN AZEREDO LARRUBIA

A FRAUDE CONTÁBIL NO ÂMBITO DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO. O  
CRIME DO COLARINHO BRANCO E A TUTELA PENAL DO MERCADO DE  
CAPITAIS

Artigo científico apresentado como exigência  
de conclusão de Curso de Pós-Graduação *Lato  
Sensu* da Escola da Magistratura do Estado do  
Rio de Janeiro.

Professores Orientadores:

Mônica Cavalieri Fetzner Areal

Nelson Carlos Tavares Junior

Rafael Mario Iorio Filho

Ubirajara da Fonseca Neto

Rio de Janeiro  
2023

# **A FRAUDE CONTÁBIL NO ÂMBITO DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO. O CRIME DO COLARINHO BRANCO E A TUTELA PENAL DO MERCADO DE CAPITAIS**

Lilian Azeredo Larrubia

Graduada pela Universidade Cândido Mendes.  
Servidora Pública Estadual.

**Resumo** – o presente trabalho tem por escopo a análise da conduta de fraude contábil como meio para a prática do crime de manipulação de mercado de capitais nas empresas de capital aberto. Definiu-se o que seriam tais empresas, verificou-se quais são os órgãos responsáveis pela regulação do mercado bursátil e fez-se a diferenciação entre erro e fraude contábil, segundo o Conselho Federal de Contabilidade. A pesquisa escrutinou sobre a gênese do comportamento do fraudador e perquiriu os motivos pelos quais a alta administração de grandes empresas, não obstante a consciência da conduta errônea, opta por realizá-la, além de discorrer sobre o triângulo da fraude de Donald Cressey, Lei Sarbanes Oxley e sua influência no ordenamento jurídico brasileiro. Perquiriu-se acerca da origem da expressão “crime do colarinho branco”, seu reconhecimento como conduta típica e discorreu-se a respeito da Teoria da Associação Diferencial que estuda o comportamento criminoso dos administradores e sócios das empresas de capital aberto. Por fim, investigou-se quanto à possibilidade de o mercado de capitais figurar na qualidade de sujeito da tutela do Estado, por meio do Direito Penal Econômico.

**Palavras-chave** – Fraude contábil. Empresas de capital aberto. Crime do colarinho branco. Regulação Estado. Direito Penal Econômico.

**Sumário** – Introdução. 1. A fraude contábil no âmbito das empresas de capital aberto como meio de conduta apta a configurar o crime de manipulação do mercado de capitais. 2. Origem do crime do colarinho branco e a Teoria da Associação Diferencial. 3. Tutela Penal do Mercado de Capitais. Conclusão. Referências.

## **INTRODUÇÃO**

O presente trabalho científico tem por escopo analisar o crime de manipulação de mercado de capitais por meio da fraude contábil praticada por empresas de capital aberto.

A pesquisa se presta a observar o meio pelo qual a fraude contábil atinge a legítima expectativa dos investidores, qual seja, a obtenção de lucro e renda passiva por intermédio da aquisição de ativos, tais como: ações, debêntures (incentivadas ou não), letras de crédito, entre outras.

De se destacar que, a empresa de capital aberto ao realizar a captação de recursos por meio da poupança popular para incremento de suas atividades, o faz em troca de repartir com seus investidores o lucro, mediante a distribuição de dividendos ou recrudescimento do valor de seus ativos postos à venda no mercado de capitais.

Assim, a conduta da fraude contábil deve ser analisada sob o prisma do direito penal econômico, porque passa a falsa impressão de boa situação financeira da empresa através de

informações inverídicas de importantes indicativos analisados por investidores, profissionais ou não, que atuam no mercado de capitais, a saber: lucro líquido, dívida líquida/*ebtida*, nível de endividamento, liquidez, balanço patrimonial, fluxo de caixa, índice de cobertura de juros e índice de endividamento geral.

Destarte, revela-se importante o exame de tal modalidade de conduta a fim de averiguar se estaria abarcada pelo tipo penal “manipulação de mercado” e sua incidência nas hipóteses dos artigos 6º da Lei n. 7.492/86 e 27-C da Lei n. 6.385/76.

Com relação aos referidos dispositivos, tem-se que o primeiro tipifica o crime de induzimento a erro dos investidores “*lato sensu*”, no que diz respeito à operação ou situação financeira por meio de informação sonogada e o segundo, tipifica o crime de manipulação de mercado, fazendo uso de operações simuladas ou execução de manobras fraudulentas, com o intuito de manter ou reduzir cotação, preço ou volume de valor mobiliário para obtenção de vantagem indevida ou lucro para si, outrem ou causar dano a terceiro.

O primeiro capítulo aborda a questão da fraude contábil praticada pelos administradores e sócios de empresas de capital aberto e se tal ato é apto a configurar o crime de manipulação de mercado de capitais.

No segundo capítulo, verifica-se a origem do crime do colarinho branco, sua influência no direito penal brasileiro, bem como, se o mercado de capitais deve ser objeto de tutela penal.

A pesquisa será desenvolvida pelo método hipotético-dedutivo, uma vez que a pesquisadora pretende eleger um conjunto de proposições hipotéticas, as quais acredita serem viáveis e adequadas para analisar o objeto da pesquisa, com o fito de comprová-las ou rejeitá-las argumentativamente.

Para tanto, a abordagem do objeto desta pesquisa jurídica será necessariamente qualitativa, porquanto a pesquisadora pretende se valer da bibliografia pertinente à temática em foco – analisada e fichada na fase exploratória da pesquisa (legislação, doutrina e jurisprudência) – para sustentar a sua tese.

## **1. A FRAUDE CONTÁBIL NO ÂMBITO DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO COMO MEIO DE CONDUTA APTA A CONFIGURAR O CRIME DE MANIPULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS**

A conduta da fraude contábil, perpetrada, em sua maioria, por altos executivos ou administradores em favor das empresas de capital aberto, no intuito de valorizar os ativos emitidos pelas organizações e induzir investidores profissionais ou não a adquiri-los, tem

configurado celeuma no mercado de capitais além de resultar em consequências nefastas de ordem econômica e financeira para toda a sociedade, muito embora nem sempre percebidas.

Com efeito, segundo definição de Marlon Tomazette<sup>1</sup>, “a sociedade anônima é uma típica sociedade de capitais haja vista a maior importância atribuída à contribuição do sócio e não, às suas qualidades pessoais.”

As sociedades anônimas também são definidas como empresas de capital aberto, porque seu capital social, representado por ações emitidas em número fixado pelo estatuto da empresa, é livremente negociado no mercado de capitais, por meio da necessária autorização concedida pela Comissão de Valores Mobiliários, sem a exigência de identificação do adquirente, nesse caso, chamado de acionista, ou de alteração nos atos constitutivos da pessoa jurídica, diferente do que ocorre nas empresas de responsabilidade limitada.

Nesse sentido, é importante destacar que, conforme preceituam os parágrafos primeiro e segundo do artigo 4º da Lei n. 6404/76<sup>2</sup> que dispõe sobre a sociedade por ações, tem-se que apenas os valores mobiliários - v.g. ações - emitidos por companhias devidamente registradas junto à Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociadas no mercado de capitais, bem como, nenhuma distribuição pública de tais valores, pode ser realizada sem o prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

Desta forma, infere-se que a empresa pode ser considerada com o capital aberto, quando possui a competente autorização concedida pela Comissão de Valores Mobiliários para negociar seu capital social por meio da emissão de ações ou outros valores mobiliários, no mercado de capitais. Caso não obtenha ou não seja do interesse dos sócios controladores ou acionistas majoritários tal autorização, será considerada empresa de capital fechado.

Destaque-se, por oportuno, que as empresas de capital aberto se desenvolveram no sistema econômico capitalista porquanto, o financiamento das atividades de grandes empresas é efetuado por intermédio da captação da poupança popular para a aquisição de recursos financeiros e, concomitantemente, proporciona aos investidores a aferição de lucros por meio de dividendos ou da valorização dos títulos adquiridos no mercado de capitais.

---

<sup>1</sup> TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: Teoria Geral e direito societário*. V. 1. 13. ed. São Paulo: Saraiva-Jur, 2022, p. 604.

<sup>2</sup> BRASIL. *Lei n. 6404/76*. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm). Acesso em: 28 mar. 2023. Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

§ 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

§ 2º Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

Assim, o mercado de capitais funciona como parte do sistema financeiro nacional, no qual empresas de capital aberto e potenciais investidores se encontram para negociação de valores mobiliários, o principal deles, as ações emitidas pelas companhias, no intuito de obtenção e vantagens financeiras; estas, como dito anteriormente, por meio da captação da poupança popular privada e aqueles, por intermédio de obtenção de lucro a longo prazo.

Por fim, é importante definir o que seja a fraude contábil.

O Conselho Federal de Contabilidade, por meio da Resolução n. 820/97<sup>3</sup>, que aprovou a NBC T11<sup>4</sup> (Normas de Auditoria Independentes das Demonstrações Contábeis com Alterações e dá outras providências), conceitua o que seja o que seja fraude contábil e a diferencia do mero erro.

Ante o exposto, é possível inferir que a fraude contábil - objeto do estudo - restará configurada, por meio da intenção, do dolo, dos executivos, diretores e administradores da empresa de capital aberto ao manipular e adulterar seus registros contábeis a fim de apresentá-los ao mercado de capitais no intuito de induzir os investidores a erro, sejam eles profissionais ou não, para que adquiram os valores mobiliários emitidos por essas companhias.

Além disso, estes manipulam o mercado de capitais para valorizar suas ações, por intermédio de dados contábeis incorretos, de modo a passar a falsa impressão de confiabilidade de sua estrutura econômica e financeira e capacidade de continuidade dos negócios, incidindo nos tipos penais descritos nos artigos 6º da Lei n. 7.492/86 e 27 – C da Lei n. 6.385/76, os quais serão analisados em momento oportuno.

No entanto, não obstante as consequências nefastas da manipulação do mercado financeiro por meio da fraude contábil para todo o sistema financeiro nacional, verifica-se que nem sempre os fraudadores suportam os efeitos da reprimenda penal que toda a sociedade espera, em razão da tímida atuação do Estado na tutela e intervenção dos referidos ambientes.

---

<sup>3</sup> BRASIL. *Resolução CFC n. 820/97*. Aprova a NBC T 11 – Normas de Auditoria Independente das Demonstrações Contábeis com Alterações e dá outras providências. Disponível em: <https://www.portaldecontabilidade.com.br/nbc/res820.htm>. Acesso em: 06 maio. 2023.

<sup>4</sup> NBC T11. *Normas de Auditoria Independente das Demonstrações Contábeis*. Disponível em: <https://www.portaldecontabilidade.com.br/nbc/t11.htm>. Acesso em: 06 maio. 2023.

11.1.4 – FRAUDE E ERRO

11.1.4.1 – Para os fins destas normas, considera-se:

a) fraude, o ato intencional de omissão ou manipulação de transações, adulteração de documentos, registros e demonstrações contábeis; e

b) erro, o ato não intencional resultante de omissão, desatenção ou má interpretação de fatos na elaboração de registros e demonstrações contábeis.

Ainda sobre a fraude, depreende-se que configura elemento principal de inúmeras condutas analisadas pelo Direito Penal Econômico, além de do conflito aparente de normas entre os artigos citados anteriormente.

No contexto da criminalidade econômica, a fraude se revela conduta invisível, não obstante esteja presente nas mais distintas definições acadêmicas de condutas antijurídicas, sendo ainda, um ponto comum e relevante para a caracterização dos crimes econômicos.

Relevante ressaltar que o comportamento do fraudador tem como base o cálculo entre os custos e benefícios de sua conduta, porquanto se a fraude reflete e lhe proporciona resultados positivos, existe a probabilidade de reiteração do comportamento a fim de alcançar outros ganhos<sup>5</sup>.

Nessa perspectiva, é válido citar como exemplo de fraudes contábeis para manipulação do mercado financeiro, os casos ocorridos nos anos 2000 e 2002, nos Estados Unidos, das empresas *Eron* e *WorldCom*, respectivamente, que se revelaram verdadeiros escândalos e cominaram na criação do *Sarbanes-Oxley Act* ou *SOx*, no ano de 2002, pelo Congresso daquele país.

## **2. CRIME DO COLARINHO BRANCO - TEORIA DA ASSOCIAÇÃO DIFERENCIAL E O COMPORTAMENTO DO FRAUDADOR**

O termo “crime do colarinho branco”, bem como, a teoria da associação diferencial, foram desenvolvidos pelo sociólogo americano Edwin Hardin Sutherland (1883-1950)<sup>6</sup>.

O estudioso criou a teoria da associação a qual foi escrutinada em diferentes versões nas quatro sucessivas edições do livro *Principles of criminology*, no decorrer de vinte anos, que culminou na conferência de título *White-Collar Criminality*, em 27 de dezembro de 1939 e publicada no ano de 1940.

Segundo Sutherland<sup>7</sup>, o comportamento criminoso, como qualquer outro, seria consequência de um processo que se desenvolve no seio de um grupo social, produzindo-se por

---

<sup>5</sup> PANOEIRO, Jose Maria de Castro. Manipulação de mercado e Insider Trading: O contexto da fraude na imputação de crimes contra o mercado de capitais brasileiro. In: SOUZA, Artur de Brito Gueiros; ROSA, Juliana de Azevedo Santa (Orgs.). Câmara. *Inovações no direito penal econômico: prevenção e repressão da criminalidade empresarial*. Brasília: ESMPU, 2018, p. 163/165.

<sup>6</sup> FERRAZ, Hamilton Gonçalves. Uma introdução à teoria da associação diferencial: origens, atualidades, críticas e repercussões no Direito Penal Econômico - 3.2 A consolidação teórica da associação diferencial (1939). In: SOUZA, Artur de Brito Gueiros; ROSA, Juliana de Azevedo Santa (Orgs.). Câmara. *Inovações no direito penal econômico: prevenção e repressão da criminalidade empresarial*. Brasília: ESMPU, 2018. p. 15/16

<sup>7</sup> *Ibid.*

interação com indivíduos que violam determinadas normas. A causa geral para o delito, em todo grupamento social, seria a aprendizagem.

Ainda quanto à citada publicação, o sociólogo introduziu os seguintes pilares de sua teoria<sup>8</sup>, as quais consolidaram sua obra de 1949 que recebeu o seguinte título: “Crime do colarinho Branco”:

- (I) a criminalidade de colarinho branco é, de fato, criminalidade, sendo em todos os casos violação da lei penal;
- (II) a criminalidade de colarinho branco difere da criminalidade das classes menos favorecidas principalmente na implementação da lei penal, que segrega administrativamente os criminosos de colarinho branco de outros criminosos; (III) as teorias criminológicas que explicam o crime a partir da pobreza ou de condições psicopáticas ou sociopáticas estatisticamente associadas à pobreza são inválidas porque, primeiro, são derivadas de amostras (estatísticas) bastante deformadas por fatores de status socioeconômico e, segundo, elas não se aplicam a criminosos de colarinho branco;

A partir de tais constatações, o mesmo autor desenvolve a Teoria da Associação Diferencial, de forma que se tornam inseparáveis os conceitos desta e do crime do colarinho branco.

Nessa ordem de ideias, tem-se que a partir da Teoria da Associação Diferencial<sup>9</sup> de Sutherland, entendeu-se que o comportamento criminoso é aprendido, pelo que é possível inferir a incorreção do pensamento de herança da prática de condutas criminosas.

Além disso, chegou-se à conclusão de que o indivíduo não treinado no crime, não inventa esse tipo de conduta, sendo esta adquirida por meio da interação com outras pessoas, no processo de comunicação, o qual, na maioria das vezes, é feito de forma verbal, não sendo possível excluir o modo gestual.

O sociólogo também concluiu, por meio do desenvolvimento da Teoria Diferencial, que a parte mais importante da aquisição do comportamento criminoso é contatada no interior de grupos pessoais privados, denotando, negativamente, a representação relativamente desimportante, realizado pelas agências impessoais de comunicação, tais como filmes e demais meios de comunicação, na gênese da conduta criminosa.

Além disso, Sutherland<sup>10</sup> também descobriu, em sua pesquisa, que a aquisição da prática criminosa engloba técnicas de cometimento de crimes que ora se revelam complexas

---

<sup>8</sup> *Ibid.*

<sup>9</sup> SHUTHERLAND *apud* FERRO, Ana Luiza Almeida 1.2 Sutherland – A Teoria da Associação Diferencial e o Crime de Colarinho Branco. In: De Jure - Revista Jurídica do Ministério Público do Estado de Minas Gerais / Ministério Público do Estado de Minas Gerais.n. 11 (jul./dez. 2008). Belo Horizonte: Ministério Público do Estado de Minas Gerais, 2008. Disponível em: [https://bdjur.stj.jus.br/jspui/bitstream/2011/28347/sutherland\\_teoria\\_associacao\\_diferencial.pdf](https://bdjur.stj.jus.br/jspui/bitstream/2011/28347/sutherland_teoria_associacao_diferencial.pdf), p. 146/147. Acesso em: 23 jul. 2023.

<sup>10</sup> *Ibid.*



ora demasiadamente simples, como também, a orientação particular de motivos, impulsos, racionalizações e atitudes.

Não obstante, segundo o sociólogo, a parte principal da aprendizagem ocorre nos relacionamentos mais próximos e íntimos.

Explica ainda, que a motivação do comportamento criminoso é a mesma para o agente que o pratica e para aquele que cumpre a lei, sendo a distinção, tão somente, o alcance dos objetivos, para aquele que anda à margem da lei, o faz por meios ilícitos.

Desta forma, a teoria da associação diferencial exsurge como resultado da socialização em que o agente que pratica o crime e o cidadão cumpridor da lei, recebem os mesmos estímulos de princípios idênticos.

No entanto, a frequência, prioridade e intensidade dessa associação estabelecem o que é aprendido, sendo certo que o sujeito aprende as técnicas de cometimento de crimes, justificativas e racionalizações, o que corrobora a tese de que um estilo de vida à margem da lei, tem origem no aprendizado de tais condutas.

Ante todo o exposto, é possível depreender que a pretensão de Sutherland, com a Teoria da Associação Diferencial e a denominação “crime do colarinho branco” era destacar a ocorrência de condutas criminosas no âmbito das grandes corporações, de forma que o crime se transformava no ponto nodal das investigações dos motivos de uma resposta diferencial quanto aos agentes que praticavam o crime do colarinho branco.<sup>11</sup>

Nesse sentido, válido transcrever alguns outros pilares da Teoria da Associação Diferencial, desenvolvida por Edwin H. Sutherland<sup>12</sup>:

- e) a orientação específica de motivos e impulsos é aprendida a partir de definições favoráveis ou desfavoráveis aos códigos legais, de feição que, em algumas sociedades, o indivíduo está cercado por pessoas que invariavelmente concebem os códigos legais como normas de observância necessária, ao passo que, em outras, acontece o inverso, o mesmo se encontra cercado por pessoas cujas definições apoiam a violação dos códigos legais, sendo que, na sociedade americana, quase sempre, tais definições se apresentam mescladas, resultando na ocorrência de conflito normativo no respeitante aos códigos legais;
- f) o fato de a pessoa se tornar delinquente se deve ao excesso de definições em favor da violação da lei sobre aquelas em oposição à infringência desta, constituindo este o princípio definidor da associação diferencial e referindo-se tanto a associações criminosas quanto a anticriminosas, sem deixar de incluir forças contrárias;
- g) as associações diferenciais podem variar em frequência, duração, prioridade e intensidade, o que quer dizer que as associações com o comportamento criminoso e igualmente aquelas com o comportamento anticriminoso sofrem variações nesses aspectos;

<sup>11</sup> PANOEIRO, Jose Maria de Castro. *Da fraude patrimonial comum à fraude penal econômica: a necessária releitura da fraude diante da regulação econômica*. São Paulo: Tirant lo Blanch, 2023, p. 77.

<sup>12</sup> SHUTERLAND *apud* FERRO, *op. cit.*

Assim, depreende-se que para Sutherland todo comportamento, criminoso ou não, é desenvolvido em razão da associação com outros indivíduos.

Nesse mesmo sentido, impende destacar que a Teoria da Associação Diferencial provocou uma ruptura de paradigma, porquanto, não obstante a conduta delitiva estivesse tipificada no Diploma Penal, sistema não alcançava humildes e abastados da mesma forma, uma vez que “operava-se uma implementação diferencial em relação a determinadas pessoas”<sup>13</sup>.

Ademais, o criminólogo norte-americano destacou que não há explicação por meio de patologias sociais, tal como o estado financeiro de hipossuficiência financeira para a prática de crimes do colarinho branco, em empresas de grande porte.

O núcleo da causa de tal comportamento insere-se nas relações sociais e interpessoais, estejam essas associadas à pobreza ou riqueza.<sup>14</sup>

Nesse mesmo contexto, qual seja, compreensão do comportamento do fraudador é importante citar a teoria do triângulo da fraude de Donald Cressey, criminólogo americano que, em 1953, publicou a obra *Other people's money: a study in the social psychology of embezzlement*, segundo a qual esse tipo de atitude tem como base três elementos: 1) motivação (pressão ou necessidade); 2) Oportunidade e 3) Racionalização<sup>15</sup>

Conforme o citado estudo, tem-se que ocupantes de cargos de confiança, na área financeira das empresas, podem violar essa confiança, na hipótese de ocorrência de dificuldades de ordem particular, as quais não sejam possíveis compartilhar.

Tais ocupantes de cargos de confiança (altos executivos, diretores e administradores), pensam poder resolver, em segredo, seus problemas financeiros, por meio de “violação de confiabilidade”, de modo a justificar a inobservância da confiança corporativa que obtiveram, a fim de liquidar tais obstáculos, utilizando-se de recursos das empresas em seu próprio benefício.

Destarte, infere-se que a motivação, de acordo com a tese de Cressey, seria a pressão originada da emergência de um problema não compartilhável com terceiros<sup>16</sup>.

Quanto à oportunidade, nada mais seria do que o conhecimento e a chance para cometer a fraude contábil. O agente incide em tal comportamento quando ocupa uma posição

---

<sup>13</sup> *Ibid.*, p. 78.

<sup>14</sup> FERRO, *op. cit.*

<sup>15</sup> *Ibid.*, p. 164.

<sup>16</sup> MACHADO, Michele Rílany Rodrigues; GARTNER, Ivan Ricardo. *A hipótese de Cressey (1953) e a investigação da ocorrência de fraudes corporativas: uma análise empírica em instituições bancárias brasileiras*. 2.3.1 Triângulo de fraude de Cressey. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/cNqDZDjjSK7fSL6gkKgTKzs/?lang=en>. Acesso em: 01 maio. 2023.

de confiança, tem ciência da fragilidade dos controles corporativos internos e obtém conhecimento bastante para realizar a conduta fraudulenta com o resultado positivo esperado.

Por sua vez, no elemento racionalização<sup>17</sup>, Cressey verificou que os fraudadores racionalizam o ato de mácula da confiança, uma vez que tal conduta seria justificável diante da pretensão de resolver o imbróglio que pensa ser impossível compartilhar com outra pessoa.

Logo, a racionalização, segundo Cressey, configura a maneira pela qual o agente fraudador estipula, em sua mente, que o comportamento adotado seria correto, ponderando ainda, que a pessoa jurídica fraudada é apta a arcar com as consequências do ato, ou que não ocorrerá qualquer prejuízo para ninguém, em razão da fraude perpetrada.

### 3. DA TUTELA PENAL DO MERCADO DE CAPITAIS

Com efeito, observa-se que os crimes do colarinho branco são os menos penalizados em muitos países, não obstante o impacto ao desenvolvimento seja negativo.

Assim sendo, o Estado deve considerar que, na aplicação dos direitos fundamentais (individuais e sociais) há a necessidade de garantir, também ao cidadão a eficiência e segurança.

O devido processo criminal e a respectiva imposição de pena aos infratores é uma forma de, mediante irradiações dos efeitos da prevenção geral positiva, garantir a segurança e a convivência entre os pares que não infringiram o ordenamento jurídico.

Com efeito, tem-se que as condutas criminosas relativas aos crimes do colarinho branco possuem efeitos nefastos sobre a sociedade, que os delitos comuns, pois estes possuem pouco efeito sobre as instituições e organizações sociais, de forma a produzir mais pobreza, miséria e desesperança, uma vez que também atinge aqueles que estão no estrato social menos abastado da população<sup>18</sup>.

Nessa ordem de ideias, merece breve destaque a Lei Sarbanes Oxley, que foi publicada em 30/07/2002, com o escopo de punir as práticas e atos em desalinho às boas condutas de governança corporativa das pessoas jurídicas que atuam, tanto nos Estados Unidos quanto em outros países, porém operam na Bolsa de Valores americana.

---

<sup>17</sup> *Ibid.*, p. 05.

<sup>18</sup> FISHER, Douglas. O custo social da criminalidade econômica. In: SOUZA; ROSA, *op. cit.*, p. 17/40.

O intento da Lei Sarbanes Oxley é restaurar a credibilidade nos dados contábeis publicados pelas empresas de capital aberto, de forma a concretizar o funcionamento do mercado de títulos e valores mobiliários<sup>19</sup>.

Assim, diante de todo o exposto, de se concluir que o mercado de capitais merece a tutela do direito penal, subdividido no âmbito do direito penal econômico.

Isso porque, existe uma complexidade de operações financeiras realizadas todos os dias, as quais possibilitam a manipulação de dados contábeis das empresas, uma vez que fornecidos por elas mesmas, não obstante as novas regras de gerenciamento e tratamento de tais informações por auditores independentes.

Pode-se citar como exemplo mais comuns, os crimes de *insider trading* e manipulação de mercado de capitais, tipificados, respectivamente, nos artigos 27-D e 27-C, ambos da Lei n. 6.385/76.<sup>20</sup>

A título de esclarecimento, tem-se que o crime de *insider trading*<sup>21</sup>, configura-se por meio do uso de informações privilegiadas na atuação no mercado de capitais, de forma que o agente se aproveita de informação não disponível ao mercado no que tange à determinada empresa.

Por sua vez, o crime de manipulação de mercado é a realização de um ato fraudulento, no intuito de desencadear a variação artificial da cotação das ações de uma empresa de capital aberto.

Justamente, em decorrência de tais condutas, é que o Estado deve se imiscuir na regulação do mercado de capitais, tendo em vista que a abertura do capital da companhia, pelo empresário, o qual coloca as cotas sociais (ações) em circulação, de maneira que passa a realizar a captação da poupança popular privada a fim de fomentar a atividade desenvolvida.

---

<sup>19</sup> BORGERTH, Vania Maria da Costa. *A Lei Sarbanes Oxley: um caminho para a informação transparente*. Dissertação (Mestrado Profissionalizante em Administração) - Faculdades IBMEC, 2005. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/10055>. Acesso em: 08 jul. 2023.

<sup>20</sup> BRASIL. Lei n. 6.385/76. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acesso em: 28 mar. 2023. 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:

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

<sup>21</sup> PANOIRO, Jose Maria de Castro. Manipulação de mercado e Insider Trading: O contexto da fraude na imputação de crimes contra o mercado de capitais brasileiro. In: SOUZA; ROSA, *op. cit.*, p. 167/168.

Assim, exatamente em razão da referida captação da poupança privada, faz-se mister a regulação do Estado, de tais atividades, de modo a obstaculizar a possibilidade de que tal capitalização não seja um meio para enriquecimento ilícito através de recursos de terceiros<sup>22</sup>.

Isto posto, é importante verificar a adequação da política criminal a ser adotada, para os delitos praticados em nome ou em benefício das empresas. Para tanto, existem três principais correntes de pensamento para a aplicação de tais políticas criminais no que diz respeito ao Direito Penal Empresarial.

De fato, cabe ao Estado regular, por meio do “magistério punitivo”, os crimes, as condutas executadas pelas corporações no âmbito socioeconômico, de maneira que o Direito Penal não deveria se limitar à exclusiva preocupação em tutelar, tão somente, os bens jurídicos tradicionais, entre eles a vida e o patrimônio individual.

Apresenta-se as três correntes anteriormente citadas:<sup>23</sup>

1) Corrente deslegitimadora: Também chamada de reducionista, defende afastar, dentro do possível, a regulação da ordem econômico-empresarial, pois, do contrário, haveria a expansão do direito penal, diferente de sua ideia central de figurar como *ultima ratio*, ou seja, sua aplicação quando não houver outra possibilidade de resolução do caso concreto.

2) Modelo Penal de Duas Velocidades: Na primeira velocidade, incidem as condutas criminosas que resultam na pena de prisão. Na segunda velocidade, os crimes tipificados pelo Direito Penal Econômico, isto é, áreas nas quais a atuação empresarial influencia a sociedade contemporânea, com a previsão de flexibilização das garantias processuais, com a aplicação de penas alternativas à prisão.

3) Corrente Legitimadora: A expansão tratada na primeira corrente é considerada “modernização legislativa”, que destaca o Direito Penal na qualidade de protagonista. A referida matéria não seria dispensável para cuidar das graves temáticas que, hodiernamente, ameaçam a sociedade. Logo, a *ultima ratio* não se confunde com *nulla ratio*.

Desta feita, com a amplificação do simples Direito Penal, para o Direito Penal Econômico, o fenômeno guarda ligação com as atitudes do Estado perante a nova configuração da realidade socioeconômica.

Assim sendo, as condutas delitivas que são objeto da tutela do direito penal econômico precisam ser bem definidas para separar as ações nelas descritas.

---

<sup>22</sup> *Ibid.*, p. 173/174.

<sup>23</sup> SOUZA, Arthur de Brito Gueiros. Direito penal empresarial: critérios de atribuição de responsabilidade e o papel do compliance. 2 ed. São Paulo: LiberArs, 2022. p. 60/62.

E assim se diz, porque a regulação do mercado de capitais, por meio do Direito Penal Econômico, direciona para a promoção do capitalismo ético, no qual deve ser observado o dever de transparência, porquanto o capital investido na empresa, não faz parte do patrimônio exclusivo do controlador e sim, de todos os investidores que acreditam no potencial da companhia.

Destarte, a doutrina liberal clássica adotada pelo capitalismo não pode ser absoluta, mas adaptada aos objetivos de índole social, intrínsecos à manutenção da ordem econômico-constitucional<sup>24</sup>.

## CONCLUSÃO

Diante de todo o exposto, o trabalho apresentado teve por escopo demonstrar os efeitos nefastos da fraude contábil no âmbito das empresas de capital aberto, praticada por meio dos crimes de manipulação do mercado de capitais e *Insider Trading* e a necessidade de punição, por meio da tutela penal, de tais condutas.

Definiu-se o que seriam as empresas de capital aberto, também chamadas de sociedades anônimas e sua lei de regência, bem como, seu desenvolvimento no sistema econômico capitalista. Explicou-se, ainda, de forma resumida, sobre o funcionamento do mercado de capitais, a definição dada pelo Ministério da Fazenda e suas instituições, tais como a Comissão de Valores Mobiliários e Bolsa de Valores, na ocorrem as operações financeiras de compra e venda de ativos financeiros.

Esclareceu-se sobre a origem do termo “crime do colarinho branco” e a teoria da associação diferencial, na qual restou provada que o comportamento do agente que comete crime contra o mercado de capitais é aprendido, motivo pelo qual não há falar em herança da prática de conduta criminosa.

Discorreu-se acerca da necessidade de se entender o mercado de capitais como objeto de tutela do direito penal e da resposta à sociedade sobre esse tipo de conduta criminosa.

A relevância da pesquisa é evidenciada nos direitos que toca. De uma ponta, tem-se o mercado financeiro e sua utilização para a captação da poupança popular e consequente investimento nas empresas de capital aberto a fim de expandir seus negócios e aumentar o valor de seus ativos financeiros, de modo a gerar lucro, motivo pelo qual não se pode admitir a conduta de manipulação de mercado para ludibriar os investidores profissionais ou não.

---

<sup>24</sup> *Ibid.*, p. 174/175.

Por outro lado, demonstrou-se a necessidade da intervenção estatal, seja na regulação do mercado bursátil, a fim de coibir as demonstrações contábeis inverídicas, das empresas de capital aberto, as quais insuflam o preço dos ativos negociados na Bolsa de Valores, além de demonstrar a importância de punição, pelo Estado, por meio do Direito Penal Econômico, de todos aqueles que têm a intenção de prejudicar todos os investidores, por meio de conduta dolosa da manipulação do mercado de capitais.

Não obstante, a pesquisa possibilitou verificar os motivos pelos quais, os agentes incidem nesse tipo de conduta e que, não necessariamente, o fazem por extrema necessidade financeira e sim, porque o comportamento foi aprendido por intermédio de relacionamentos próximos e íntimos com outros indivíduos.

Ademais, foi possível analisar que esse tipo de crime é praticado por pessoas de boa situação financeira, tais como, altos diretores de administradores de sociedades anônimas que operam no mercado de capitais, comprovando-se que o comportamento criminoso independe da condição socioeconômica do indivíduo.

Assim sendo, conclui-se que, malgrado o chamado crime do colarinho branco não seja caracterizado por conduta violenta ou grave ameaça à pessoa, possui resultados sociais desastrosos, pois uma vez que consegue ludibriar os investidores, realiza a captação da poupança popular, poupança esta, muitas vezes de anos, de forma a causar prejuízos incalculáveis, motivo pelo qual deve ser punido pelo Direito Penal Econômico.

## REFERÊNCIAS

BORGERTH, Vania Maria da Costa. *A Lei Sarbanes Oxley: um caminho para a informação transparente*. Dissertação (Mestrado Profissionalizante em Administração) - Faculdades IBMEC, 2005. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/10055>. Acesso em: 08 jul. 2023.

BRASIL. *Lei n. 6404/76*. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm). Acesso em: 28 mar. 2023.

\_\_\_\_\_. *Lei n. 6.385/76*. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acesso em: 28 mar. 2023.

\_\_\_\_\_. CVM. *O que é a CVM*. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/servidores/estagio/2-materia-cvm-e-o-mercado-de-capitais>. Acesso em: 28 mar. 2023.

\_\_\_\_\_. NBC T11. *Normas de Auditoria Independente das Demonstrações Contábeis*. Disponível em <https://www.portaldecontabilidade.com.br/nbc/t11.htm>. Acesso em: 06 maio. 2023

\_\_\_\_\_. RESOLUÇÃO CFC N. 820/97. *Aprova a NBC T 11 – Normas de Auditoria Independente das Demonstrações Contábeis com Alterações e dá outras providências*. Disponível em <https://www.portaldecontabilidade.com.br/nbc/res820.htm>. Acesso em: 06 maio. 2023.

\_\_\_\_\_. Ministério da Fazenda. *Mercado de Capitais*. Disponível em <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/politica-microeconomica/mercado-de-capitais>. Acesso em: 02 abr. 2023.

CRUZ, André Souza. *Manual de Direito Empresarial*. 12. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: JusPodivm, 2022.

EMPIRICUS RESEARCH. *Mercado de Capitais*: entenda o que é, como funciona e qual é a sua importância. Disponível em: <https://www.empiricus.com.br/explica/mercado-de-capitais/>. Acesso em: 08 abr. 2023.

FERRAZ, Hamilton Gonçalves. Uma introdução à teoria da associação diferencial: origens, atualidades, críticas e repercussões no Direito Penal Econômico - 3.2 A consolidação teórica da associação diferencial (1939). In: SOUZA, Artur de Brito Gueiros; ROSA, Juliana de Azevedo Santa (Orgs.). Câmara. *Inovações no direito penal econômico: prevenção e repressão da criminalidade empresarial*. Brasília: ESMPU, 2018.

FERRO, Ana Luiza Almeida. 1.2 Sutherland – A Teoria da Associação Diferencial e o Crime de Colarinho Branco. In: *De Jure - Revista Jurídica do Ministério Público do Estado de Minas Gerais*. n. 11 (jul./dez. 2008). Belo Horizonte: Ministério Público do Estado de Minas Gerais, 2008. Disponível em: [https://bdjur.stj.jus.br/jspui/bitstream/2011/28347/sutherland\\_teoria\\_associacao\\_diferencial.pdf](https://bdjur.stj.jus.br/jspui/bitstream/2011/28347/sutherland_teoria_associacao_diferencial.pdf). Acesso em: 23 jul. 2023.

FISHER, Douglas. O custo social da criminalidade econômica. In: SOUZA, Artur de Brito Gueiros; ROSA, Juliana de Azevedo Santa (Orgs.). Câmara. *Inovações no direito penal econômico: contribuições criminológicas, político criminais e dogmáticas*. Brasília: Escola Superior do Ministério Público da União, 2011.

INFOMONEY. *IPO*: como funciona a estreia de uma empresa na Bolsa. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/guias/ipo/>. Acesso em: 08 abr. 2023.

PANOEIRO, Jose Maria de Castro. Manipulação de mercado e Insider Trading: O contexto da fraude na imputação de crimes contra o mercado de capitais brasileiro. In: SOUZA, Artur de Brito Gueiros; ROSA, Juliana de Azevedo Santa (Orgs.). *Inovações no direito penal econômico: prevenção e repressão da criminalidade empresarial*. Brasília: ESMPU, 2018.

\_\_\_\_\_. *Da fraude patrimonial comum à fraude penal econômica: a necessária releitura da fraude diante da regulação econômica*. São Paulo: Tirant lo Blanch, 2023.



SOUZA, Arthur de Brito Gueiros. *Direito penal empresarial: critérios de atribuição de responsabilidade e o papel do compliance*. 2. ed. São Paulo: LiberArs, 2022.

SUNO ARTIGOS. *Lei Sarbanes Oxley: entenda melhor como funciona essa regulação*. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/sarbanes-oxley/>. Acesso em: 08 jul. 2023.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: Teoria Geral e direito societário*. V. 1. 13. ed. São Paulo: Saraiva-Jur, 2022.