

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA



ISCAL

CARATERIZAÇÃO E
IDENTIFICAÇÃO DE ESQUEMAS
PONZI:

CASOS CHARLES PONZI, BERNARD MADOFF E

DONA BRANCA

Sílvia Daniela Antunes Silva Dias

Lisboa, março de 2016

Declaro ser a autora desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido (no seu todo ou qualquer das suas partes) a outra instituição de ensino superior para obtenção de um grau académico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas. Mais acrescento que tenho consciência de que o plágio – a utilização de elementos alheios sem referência ao seu autor – constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E
ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

CARACTERIZAÇÃO E
IDENTIFICAÇÃO DE ESQUEMAS
PONZI:

CASOS CHARLES PONZI, BERNARD MADOFF E DONA
BRANCA

Sílvia Daniela Antunes Silva Dias

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Auditoria, realizada sob a orientação científica de Especialista (Mestre) Pedro Ramos Roque e Mestre Eng^a Sofia Delgado António.

Constituição do Júri:

Presidente _____ Especialista (Mestre) Gabriel Correia Alves

Vogal _____ Especialista Arménio Fernandes Breia

Vogal _____ Especialista (Mestre) Pedro Ramos Roque

Lisboa, março de 2016

Dedicatória

Ao meu Pai.

Epígrafe

«O dinheiro faz homens ricos, o conhecimento faz homens sábios e a humildade faz grandes homens».

Mahatma Gandhi

Agradecimentos

Ao meu orientador, Mestre Pedro Roque, um especial agradecimento pela sugestão do tema desta dissertação de mestrado.

À minha coorientadora, Eng.^a Sofia Delgado por ter aceite o desafio de me orientar nesta investigação; devo-lhe um especial agradecimento por me ter colocado a questão fulcral que na busca da sua resposta, viria a dar origem ao modelo das cinco fases dum esquema Ponzi.

Aos meus orientadores, Mestre Pedro Roque e Eng.^a Sofia Delgado, agradeço também por terem acreditado na minha proposta de trabalho e por todo o incentivo e auxílio na superação dos desafios encontrados, pelo empenho com que orientaram este trabalho nas diversas fases, pelo rigor e pela oportunidade das críticas e sugestões.

Aos meus colegas de turma, Diogo Regueira, Ivo Gregório, Luís Fonseca, Patrick Simões, Pedro Gomes, Vanessa Aires, pela excelente camaradagem, pelo apoio e pelo muito que aprendi convosco.

Ao meu melhor amigo Bruno Ramos, por quem tenho uma dívida de gratidão pelas suas ideias, comentários, sugestões, paciência, disponibilidade e partilha de interesse comum em aumentar o seu conhecimento.

Aos meus amigos, Inês Rosa, Pedro Morais, Pedro Ricou, Pedro Romão, pela partilha de artigos sobre casos recentes de esquemas Ponzi, pela motivação, apoio e compreensão pela minha ausência em alguns momentos.

Aos meus colegas de trabalho, Arménio Figueiredo, Conceição Almeida, Patrícia Duarte, Rita Rodrigues, pelo interesse em compreender o tema, pela troca de ideias e pontos de vista diferentes tão enriquecedores, pelas sugestões, pela inspiração, força e apoio.

À minha família, um sentido e particular agradecimento, por todo o apoio sem o qual seria impossível aqui chegar, e também por compreenderem e suportarem tantas ausências decorrentes de todas as obrigações e compromissos associados a esta empreitada.

Resumo

Esta investigação objetivou estudar um tipo de fraude financeira milenar, que se tem repetido em diferentes períodos e ocorrido em vários continentes, denominada por esquema Ponzi. Face à aparente simplicidade e ao elevado lucro gerado, este esquema atrai a curiosidade e o interesse mesmo de pessoas mais conservadoras. Numa fase inicial, a oportunidade de investimento só é acessível a um grupo restrito. Contudo, posteriormente, estas propostas começam a ser objeto de comentário e até de admiração pelo sucesso alcançado, alargando-se o universo de aderentes. No mundo globalizado, face há grande oferta no mercado de produtos financeiros, complexos e difíceis de entender, não se torna fácil resistir à tentação de investir neste tipo de produtos.

Embora já existam instrumentos de alerta para estas fraudes, tem-se verificado que não são suficientes para permitir uma deteção e identificação atempada e impedir que sejam lesados muitos investidores, tanto de pequenas poupanças como de grandes investimentos, assim como para impossibilitar a afetação do sistema financeiro na área de atuação.

Tendo em conta este cenário, uma das motivações que esteve na origem da presente investigação prende-se com a importância de se dispor de uma ferramenta que permita detetar, o mais cedo possível, este tipo de fraude de forma a minimizar os danos. Neste contexto, surge a pergunta de investigação: *Como funciona um esquema Ponzi e de que forma é possível detetar e identificar, de forma atempada, esta fraude financeira?*

Pretendendo-se dar resposta à questão em causa, analisaram-se três casos de esquemas Ponzi, Charles Ponzi, Bernard Madoff e o caso português Dona Branca, tendo-se identificado a existência de características e formas de funcionamento semelhantes, no desenvolvimento do esquema. O resultado do estudo possibilitou a criação de um modelo padrão da evolução dos esquemas Ponzi, denominado por «Modelo das cinco fases de um esquema Ponzi». Este modelo permite ao auditor e ao investigador identificar a fase do esquema em que se encontra.

Alguns autores têm aconselhado a utilização das *red flags* como medida preventiva na deteção das fraudes financeiras. Este Modelo aliado às *red flags* constitui uma ferramenta mais robusta à identificação de fraudes, em momento oportuno. A aptidão desta técnica na deteção de padrões sintomáticos dos esquemas Ponzi poderá também ser do interesse de investidores e de reguladores financeiros, quando confrontados com propostas de investimento com rendibilidades atrativas mas irrealistas, face a oportunidades similares existentes no mercado.

Palavras-chave: Auditoria, Esquema Ponzi, Fraude, *Red Flags*

Abstract

The following research had the objective of studying an ancient type of fraud that has been repeated time over time throughout history and spread over the five continents – The Ponzi Scheme. Because of its simplicity and the promised high profit margins this scheme attracts people from all specters of society even the more conservative ones. Usually it starts off with a very restricted number of individuals and as rumor of high gains spread out on a person to person basis, more people get attracted to the scheme. At each new entrant, the pyramid scheme gets fed on its basis, distributing the entrant money as earnings to the tiers above. This pyramid chain keeps feeding itself as new entrants keep coming into the scheme. But as new entrants start being scares, the high earnings stop being delivered and the as the base links break the pyramid eventually collapses.

What is of a surprise is that in a globalized world, with the information age at our doorstep, these kind of schemes are still possible to happen. This is mainly due to the overwhelming amount of financial products, some of them of high complexity, difficult to understand and with low yield's compared to these apparently simple and high return proposals. If one adds the economic cyclic downturns it becomes more clear to understand the appetite for these schemes. In light of all this it became apparent that a better tool that would allow for early detection of this type of fraud was necessary. As such the research question arises: *How do Ponzi schemes work and how they can be detected and identified at an early stage?*

To answer this question, three well known and documented cases were analyzed: Charles Ponzi case, Bernard Madoff case and the Portuguese case of Dona Branca. The main common characteristics and ways of working between them were identified and analyzed. The resulting study gave way to the identification of a pattern for these types of scheme evolution, which in turn allowed to develop a model denominated «5 Step Ponzi Scheme Model». This model gives an auditor and/or investigator to identify the development stage at which the scheme is. Some authors have recommended the use of the so called red flags as a preventive measure for early detection. When we use these red flags in conjunction with the «5 steps model» this makes up a very robust model for identifying this type of fraud early. This tool is also applicable when regulators and financial investors are taking investment decisions at which point the model can come into play identifying if some high return proposals are realistic or a possible Ponzi scheme.

Keywords: Audit, Fraud, Ponzi Scheme, Red Flags

Índice

Dedicatória	i
Epígrafe.....	ii
Agradecimentos	iii
Resumo.....	iv
Abstract.....	v
Índice.....	vi
Índice de Gráficos	vii
Índice de Quadros	vii
Índice de Figuras	vii
Índice de Abreviaturas.....	viii
I Capítulo – Introdução.....	1
1.1 Justificação do tema	2
1.2 Problemática e pergunta de partida	3
1.3 Objetivos da investigação.....	4
1.4 Metodologia e desenvolvimento do trabalho.....	4
1.5 Estrutura da dissertação.....	7
II Capítulo – Conceitos	8
2.1 Fraude.....	8
2.2 Esquema Ponzi	9
2.3 Esquema em Pirâmide	10
2.4 Auditoria Forense.....	11
2.5 Red flags.....	13
III Capítulo – Caracterização de esquemas Ponzi	14
3.1 Aparente legalidade do negócio.....	14
3.2 Elevados retornos sem risco.....	15
3.3 Conquista da confiança.....	16
3.4 Secretismo justificado dos detalhes do negócio.....	18
3.5 Necessidade de adesão imediata.....	19
3.6 Ocultação da fraude por atitudes positivas	20
3.7 Red flags do esquema Ponzi	21
IV Capítulo – Funcionamento do esquema Ponzi.....	24
4.1 Mecanismos de divulgação.....	24
4.2 Términos do esquema: colapso ou fim bem-sucedido?	27
4.3 Diferenças entre o esquema Ponzi e o esquema em pirâmide	30
V Capítulo – Três casos de esquema Ponzi	36
5.1 Charles Ponzi	36
5.2 Bernard Madoff	41
5.3 Dona Branca.....	54
VI Capítulo – Modelo das cinco fases do esquema Ponzi.....	65
6.1 Apresentação do modelo.....	65
6.2 Aplicação do modelo em casos julgados	69
6.3 Resultados.....	71
VII Capítulo – Conclusões, limitações e trabalhos futuros	75
Referências bibliográficas.....	80
Anexo I.....	84
Anexo II.....	86
Anexo III.....	88
Anexo IV.....	89

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - <i>Fairfield Sentry Performance Data</i>	48
Gráfico 2 – Desempenho da <i>Fairfield Sentry Ltd.</i>	50

Índice de Quadros

Quadro 1 – Resumo de <i>red flags</i>	23
Quadro 2 – Diferenças entre esquema em pirâmide e esquema Ponzi.....	35
Quadro 3 – Retornos anuais do fundo <i>Fairfield Sentry</i>	47
Quadro 4 – Rendibilidade expectável do fundo <i>Wickford</i>	51
Quadro 5 – Fundos de alimentação.....	52

Índice de Figuras

Figura 1 – Funcionamento de um esquema em pirâmide.....	32
Figura 2 - Prospeto do fundo <i>Wickford</i>	50
Figura 3 – Modelo das cinco fases do esquema Ponzi.....	68

Índice de Abreviaturas

BMIS - *Bernard L. Madoff Investment Securities*

CPI - *Consumer Price Index*

EUA - Estados Unidos da América

IPC - Índice de Preços ao Consumidor

ISA - *Internacional Standard on Auditing*

MMN - *Marketing Multinível*

NASD - *National Association Securities Dealers*

NASDAQ - *Nacional Association of Securities Deals Automated Quotations System*

PEP - *Protected Equity Program*

S & P - *Standard & Poor*

SEC - *Securities and Exchange Commission*

UPU - União Postal Universal

T&Q – Jornal semanário Tal & Qual

I Capítulo – Introdução

1. Introdução

A Auditoria, ao longo dos anos, tem vindo a desenvolver-se em função da realidade económica onde se insere, e também em resposta a uma sociedade cada vez mais exigente e atenta. Este acréscimo de atenção, em especial em resultado dos sucessivos escândalos financeiros com repercussões nos mercados financeiros, na confiança dos investidores mas também na nossa sociedade, levou ao surgimento de um novo ramo da auditoria, no sentido de colmatar o vazio existente entre a função que a auditoria financeira proporciona e o que a sociedade dela exige, denominado por auditoria forense. Para a sua adequada compreensão e, conseqüente, prevenção e deteção de fraude, a auditoria forense requer conhecimentos para além da contabilidade e auditoria, nomeadamente, nas áreas do direito, matemática, informática, psicologia, criminologia, entre outras (Moreira, 2009). A fraude tem vindo a assumir nos últimos tempos um protagonismo crescente, tanto pela frequência com que é praticada, como pelos elevados montantes envolvidos, atingindo uma dimensão cada vez mais relevante e sendo exercida em vários negócios sob diversas formas e diferentes níveis de complexidade.

Neste trabalho de dissertação de mestrado de Auditoria, e depois de se ter observado o fenómeno e reunida documentação suficiente sobre observações já efetuadas por outros académicos e autores propôs-se estudar um tipo de fraude financeira, em particular, o esquema Ponzi. Trata-se de um tipo de fraude profusamente espalhada que continua a existir, produzindo graves danos financeiros e sociais a muitas pessoas e à sociedade em geral, atraindo pessoas e investidores institucionais para este tipo de esquemas. O esquema Ponzi consiste num fenómeno de fácil explicação após a sua implosão mas a sua perceção nem sempre é fácil num momento prévio e oportuno (Cunha, Valente e Vasconcelos, 2013).

Existem alguns estudos relevantes nesta área, designadamente sob o ponto de vista comportamental, Frankel (2012) encontrou padrões comuns dos autores de esquemas Ponzi assim como das suas vítimas, tendo identificado as reais motivações das pessoas ao aderirem a esquemas Ponzi, posteriormente traçou o perfil do autor deste esquema e das suas vítimas no que respeita a este tipo de fraude. Um estudo diferente de Artzrouni (2009) promoveu uma investigação quantitativa onde se pretende demonstrar a dinâmica de um fundo de investimento que promete mais do que pode oferecer, como um esquema Ponzi, aplicando uma equação diferencial linear, com o intuito de se fazer uma análise ao comportamento da evolução do esquema. O modelo matemático utiliza os dados disponíveis sobre o épico esquema de Charles

Ponzi de 1920 e ilustra uma versão filantrópica do modelo, tendo em mente os modelos de Segurança Social. O estudo concluiu que o esquema pode funcionar e ser sustentável, desde que a taxa de saída do valor da estrutura seja menor do que a taxa de entrada de dinheiro de novos investidores. Outro trabalho, promoveu uma abordagem computacional ao modelo matemático de Artzrouni, com recurso ao programa MATLAB ODE45, desenvolvido por Cunha, Valente e Vasconcelos (2013). Alguns autores, como Sander, Cres e Kotz dedicaram as suas obras a escreverem sobre casos concretos já ocorridos como são disso exemplo, o de Charles Ponzi ou de Bernard Madoff.

Porém, dada a crescente sofisticação e abrangência do fenómeno, é exigível uma permanente investigação científica para primeiramente compreender melhor o funcionamento de um esquema Ponzi e posteriormente desenvolver métodos e ferramentas específicas para a deteção atempada deste tipo de fraude financeira (investigação qualitativa).

O método de investigação escolhido neste estudo é o método qualitativo, dado que a investigação qualitativa apura os significados e o entendimento de um fenómeno, sem se preocupar em primeiro lugar com a sua medição. Por outro lado, a investigação qualitativa permite associar significado a um fenómeno (ou comportamento) descrevendo não só o seu contexto assim como o entendimento da posição da pessoa que afeta ou é afetada pelo fenómeno (Cavaye, 1996).

A estrutura deste trabalho é composta por uma parte teórica de enquadramento e explicação do fenómeno esquema Ponzi, uma parte de investigação qualitativa com o desenvolvimento de um modelo de identificação das várias fases do fenómeno e, por fim, uma conclusão constituída por uma reflexão sobre os esquemas Ponzi, pelas limitações do estudo e perspetivas de trabalhos de investigação futuros.

1.1 Justificação do tema

O estudo do fenómeno esquema Ponzi, embora tenha vindo a merecer a atenção de académicos, autores e profissionais de investigação de crime económico, a discussão académica desta temática, é ainda incipiente em Portugal, contrariamente ao que ocorre no âmbito internacional. Este facto representou uma das principais motivações deste estudo.

Na era contemporânea, têm-se verificado, um número crescente deste tipo de esquema financeiro fraudulento a nível mundial, com elevados danos financeiros e sociais às vítimas de

fraude de esquema Ponzi, com um grau de complexidade cada vez maior da sua estrutura. A proliferação à escala global, nos dias de hoje, deste fenómeno, deve-se, em parte, ao uso da internet na angariação de novos aderentes para injetarem capital novo na estrutura e assim continuarem a alimentar o esquema Ponzi. Isto permite, por um lado, que a dimensão monetária e geográfica do esquema seja cada vez maior, e por outro, que a prevenção e deteção deste tipo de fraude tenha uma dificuldade acrescida. Torna-se premente analisar, de forma aprofundada, a contextualização e o funcionamento deste fenómeno.

Em Portugal, um novo esquema de investimento do tipo esquema Ponzi foi identificado, em julho de 2015, por via de denúncia, no qual estará envolvido um gestor e um advogado, que à data dos factos denunciados, era membro de um gabinete ministerial. Segundo uma queixa enviada ao Ministério Público, o advogado terá atraído pessoas para o esquema com a promessa de que o gestor investia, com uma rendibilidade mínima de 12% ao ano, em aplicações na Suíça, sem qualquer risco de perda de capital. O caso seguiu para investigação no Departamento de Investigação e Ação Penal (Azenha, 2015). Constatou-se, que o fenómeno esquema Ponzi continua a ser operado na nossa sociedade, apesar de já terem ocorrido casos com repercussões sociais e económicas graves, como foi o caso Dona Branca. Deste modo, justifica-se a atualidade e pertinência do tema.

Do ponto de vista do auditor, é fundamental, saber reconhecer se a atividade operacional do seu cliente está a decorrer dentro dos termos legais aplicáveis e, por isso, de forma legítima. O auditor tem o dever de reunir provas de auditoria dos indícios de fraude financeira existentes para assim sustentar o seu parecer no relatório de auditoria. Devido à sua complexidade e sofisticação, a deteção de um esquema Ponzi está longe de ser fácil, embora existam sinais (*red flags*) que no decorrer dos trabalhos de auditoria podem ajudar o auditor a identificar se o seu cliente opera em esquema Ponzi.

1.2 Problemática e pergunta de partida

Existem alguns sinais relevantes, denominados por alertas vermelhos (*red flags*), que dão a indicação se um esquema Ponzi está a ser operado, porém, os mesmos têm-se revelado improficuos na prevenção e deteção oportuna deste fenómeno. Assim, evidencia-se que os alertas vermelhos necessitam de uma ferramenta que os auxilie, por um lado, na identificação da fraude por esquema Ponzi e por outro, permita saber em qual fase de desenvolvimento do esquema se encontra. Isto porque, mediante a fase de desenvolvimento em que este fenómeno

estiver, pode determinar o nível de danos financeiros para as vítimas, e eventualmente, salvaguardar as vítimas de danos financeiros caso a fraude seja detetada numa fase inicial. Neste sentido, com vista a aprofundar o conhecimento científico acerca deste fenómeno, pretende-se com este estudo examinar a seguinte problemática de pesquisa: a identificação, deteção e funcionamento de um tipo de fraude financeira em particular, o esquema Ponzi. Deste modo, a formulação da pergunta de investigação é: *Como funciona um esquema Ponzi e de que forma é possível detetar e identificar, de forma atempada, esta fraude financeira?*

1.3 Objetivos da investigação

Este estudo tem como principais objetivos a caracterização dos esquemas Ponzi e em pirâmide, com a finalidade de se entenderem as semelhanças e diferenças destes dois tipos de fraude financeira, a análise do funcionamento do esquema Ponzi a partir da análise de casos já identificados e julgados pelas autoridades, com vista a desenvolver uma ferramenta que permita a deteção e identificação de esquemas Ponzi.

No desenvolvimento deste trabalho, pretende-se tentar produzir um modelo de identificação e deteção de fraude financeira por esquema Ponzi, para poder ser aplicado em estudos e investigações futuras deste fenómeno.

Enquanto trabalho de investigação, no âmbito do mestrado de Auditoria, pretende-se proporcionar, aos profissionais de auditoria, informação e análise sobre um tipo de fraude financeira, ainda pouco estudado no nosso país como são os esquemas Ponzi. Por outro lado, permitir que um auditor esteja mais preparado para identificar um esquema Ponzi e ter um conhecimento aprofundado sobre o funcionamento e desenvolvimento deste tipo de esquemas fraudulentos. Por fim, possibilitar ao auditor a capacidade de identificar em que fase se encontra o esquema Ponzi do seu cliente.

1.4 Metodologia e desenvolvimento do trabalho

A razão de ser desta investigação assenta na vontade de teorizar e dar corpo científico à auditoria forense, a partir da experiência adquirida e realizada a nível académico; da análise de três casos judiciais de crime de fraude financeira com recurso ao esquema Ponzi; e das reflexões teóricas de vários autores e artigos científicos.

Pode-se dizer que este trabalho é simultaneamente a síntese das reflexões realizadas ao longo da investigação académica e, em resultado disso, a projeção de um modelo de deteção de fraude financeira por esquema Ponzi para aplicação em futuras investigações académicas e judiciais deste tipo de crime.

O trabalho prévio de investigação e de enquadramento desta temática foi desenvolvido a partir da seguinte base metodológica:

- Análise retrospectiva da formação e das experiências adquiridas na conceção e desenvolvimento de esquemas Ponzi;
- Revisão crítica da literatura sobre o fenómeno em estudo;
- Enquadramento das pesquisas, compilações e estudos científicos para aprofundar o conhecimento deste fenómeno;
- Estudo dos esquemas de Charles Ponzi, Bernard Madoff e Dona Branca, com base na autobiografia de Ponzi; na sentença de Madoff e no testemunho de Harry Markopolos, que identificou e denunciou a fraude de Madoff oito anos antes de ter vindo a público; e no processo judicial de Maria Branca dos Santos;
- Investigação qualitativa, tendo presente os princípios de generalização, descrevendo múltiplos estudos de caso e centrando-se na necessidade de replicar fenómenos em diferentes realidades socioeconómicas e temporais, com a finalidade de encontrar resultados similares;
- Triangulação das fontes primárias (entrevistas, documentos não publicados) e das fontes secundárias (livros, artigos científicos), visando assegurar a qualidade e credibilidade da informação recolhida e das interpretações efetuadas e, dessa forma, contribuir para uma maior profundidade e credibilidade do estudo;
- Acompanhamento bibliográfico sobre os esquemas Ponzi e das temáticas envolventes através de diversas publicações, em particular da Professora de Direito Tamar Frankel, do Professor de MBA Fábio Cres e do ex-Inspetor Geral da *Securities and Exchange Commission* (SEC) H. David Kotz.

Segundo Bento (2012), a investigação qualitativa foca um modelo fenomenológico no qual a realidade é enraizada nas perceções dos sujeitos. O seu objetivo é compreender e encontrar

significados através de narrativas verbais e de observações em vez de através de números. Este autor caracteriza investigação qualitativa como sendo profundamente interpretativa e descritiva uma vez que o investigador interpreta os dados; descreve os participantes e os locais; analisa os dados para configurar temas ou categorias; e retira conclusões. Por outro lado, considera o investigador qualitativo enquanto principal instrumento de recolha de dados e, para isso despende imenso tempo no local de estudo a compreender os contextos, usa, em simultâneo, a análise e o processo de escrita, privilegiando os significados, o que experienciam, o modo como interpretam as suas experiências e como estruturam o mundo social em que vivem.

Segundo Belfo e Martins (2011) uma das maiores preocupações de quem faz e usa investigação é a sua generalização. O filósofo Aristóteles designou a argumentação lógica perfeita, constituída de três proposições declarativas que se ligam de tal modo que a partir das primeiras duas premissas, é possível deduzir uma conclusão, propondo-se o seguinte argumento:

- I. Se na experiência ocorrida todos os testes confirmaram a Teoria 1, então o próximo teste confirmará a Teoria 1 ou todos os testes futuros confirmarão a Teoria 1.
- II. Na experiência ocorrida todos os testes confirmaram a Teoria 1.
- III. Então o próximo teste confirmará a Teoria 1 ou todos os testes futuros confirmarão a Teoria 1. (Belfo e al., 2011, 64)

Neste sentido, Belfo et al. (2011) defendem que aplicando a primeira premissa (premissa maior) à segunda premissa (premissa menor) inevitavelmente somos conduzidos à conclusão.

De acordo com estes autores, os estudos de caso baseiam-se em generalização analítica, onde o investigador procura generalizar um conjunto de resultados particulares para uma teoria abrangente. O uso de replicação noutros estudos de caso, em ambientes onde a teoria avançada especificou que os mesmos resultados do primeiro estudo de caso, seriam também esperados é uma das táticas usadas para suportar fortemente essa teoria. Belfo et al. (2011) referem ainda, que uma investigação com múltiplos estudos de caso é desejável quando o objetivo da investigação é a descrição, a construção da teoria ou do seu teste em geral. Do mesmo modo, justifica-se a metodologia seguida nesta investigação sobre o fenómeno esquema Ponzi, uma vez que a investigação realizada faz a alusão contextual a três estudos de caso, originando a construção de um novo modelo de deteção deste tipo de fraude.

Da mesma maneira, segundo Ramos (2010), para assegurar a qualidade da informação recolhida e das interpretações efetuadas, pode ser feita a triangulação de informação, uma vez que permite, fundamentalmente, que os investigadores tenham mais confiança nos resultados obtidos com a investigação, estimulando novas maneiras de capturar o problema, melhora o rigor das suas decisões através da recolha de dados de diferentes origens sobre o mesmo fenómeno e, simultaneamente, diminui a possibilidade do enviesamento dos resultados obtidos. Desta forma, um qualquer investigador pode repetir os mesmos procedimentos e deve chegar aos mesmos resultados.

É importante mencionar que a escolha dos casos estudados teve em mente a credibilidade da informação recolhida sendo para isso essencial ter coletado testemunhos reais que fazem parte do processo judicial e a sentença dos casos julgados em tribunal, como foram os casos de Dona Branca e Bernard Madoff. Do mesmo modo, no caso de Charles Ponzi, a sua autobiografia foi fundamental para perceber como surge a sua ideia de negócio e o seu desenvolvimento desde o início até ao seu término.

1.5 Estrutura da dissertação

Esta dissertação está dividida em sete capítulos. Este primeiro capítulo, introdutório do tema de estudo proposto sobre a fraude financeira do tipo esquema Ponzi. No segundo capítulo, inicia-se a revisão da literatura e são desenvolvidos os conceitos de fraude, esquema Ponzi, esquema em pirâmide, auditoria forense e *red flags*. O terceiro capítulo enumera as características do fenómeno esquema Ponzi e apresenta as *red flags* mais comuns deste tipo de fraude financeira. O quarto capítulo expõe o funcionamento do esquema Ponzi e apresenta a diferença entre este tipo de esquema fraudulento e um esquema em pirâmide. No quinto capítulo, são desenvolvidos três casos identificados e cujos autores dos esquemas Ponzi foram julgados em tribunal, e que marcaram o seu tempo: Charles Ponzi, Bernard Madoff e Dona Branca. O sexto capítulo apresenta o modelo das cinco fases do esquema Ponzi. Este trabalho termina, no sétimo capítulo, com a apresentação das principais conclusões, a menção de limitações da investigação, e a indicação de possíveis linhas futuras de investigação relacionadas com o tema de fraude financeira com recurso a esquemas Ponzi.

II Capítulo – Conceitos

Este capítulo apresenta um conjunto de definições provenientes de diversos autores para os conceitos em análise neste estudo.

2.1. Fraude

Existem várias definições aceites pela comunidade científica, pelo que se apresentam algumas definições identificadas da revisão de literatura realizada, de onde se salientam as seguintes:

A *Internacional Standard on Auditing* (ISA) 240 (clarificada) «A responsabilidade do auditor ao considerar a fraude numa auditoria de demonstrações financeiras», define fraude como sendo «[u]m acto intencional praticado por um ou mais indivíduos de entre a gerência, encarregados da governação, empregados ou terceiros, envolvendo o uso propositado de falsidades para obter uma vantagem injusta ou ilegal» (*International Federation of Accountants*, 2010).

De acordo com Roque (2013), na vida empresarial pode considerar-se que fraude é qualquer ato ou omissão intencional destinada a enganar outrem, resultando no sofrimento de perda da vítima, por forma, a que o autor obtenha um ganho.

Para o autor Cres (2014), a fraude é um tipo de ignorância criada de forma deliberada, pelo seu operador que, do ponto de vista legal, consiste na deturpação intencional de factos materiais passados ou correntes, quando o fraudador age, de modo a criar uma convicção na mente da vítima e, conseqüentemente fá-la interagir com essa recém-criada convicção, sofrendo a perda de valores ou de dinheiro.

Do mesmo modo, Wells (2009) entende que «a fraude pode incluir qualquer crime para a obtenção de lucro utilizando como principal *modus operandus* o logro» (Wells, 2009, 18). Uma vez que o logro é o cerne da fraude importa definir este conceito: «Lograr implica impor uma ideia ou crença falsa que provoque ignorância, perplexidade ou impotência» (Wells, 2009, 18). Por outro lado, o conceito defraudar é utilizado quando as vítimas sofrem o encanto e a persuasão no logro por parte do defraudador. A fraude, como é definida pela *Association of Certified Fraud Examiners* (ACFE) dos EUA, abrange três tipos: Apropriação de Ativos, Corrupção e a Fraude cometida no Relato Financeiro.

Segundo a ISA 240, a fraude pode envolver esquemas sofisticados e cuidadosamente organizados concebidos para ocultar, tal como a falsificação, a falha deliberada do registo de transações ou declarações ao auditor que sejam intencionalmente enganadoras. Tais tentativas

de ocultação podem ser ainda mais difíceis de detetar quando acompanhadas de conluio. O conluio pode fazer com que o auditor creia que a prova de auditoria é persuasiva quando de facto é falsa. A capacidade do auditor para detetar uma fraude depende de fatores como a habilidade do seu autor, a frequência e extensão da manipulação, o grau de conluio envolvido, a dimensão relativa das quantias individuais manipuladas e a senioridade dos indivíduos envolvidos. Embora possa conseguir identificar potenciais oportunidades de fraude, é difícil para o auditor determinar se distorções em áreas de julgamento como as estimativas contabilísticas de ganhos financeiros espetáveis são causadas por fraude ou erro.

2.2. Esquema Ponzi

De acordo com Frankel (2012) um esquema Ponzi defrauda investidores do seguinte modo: o autor do esquema oferece aos investidores a realização de investimentos com retornos extraordinários, acima do mercado, ao mesmo tempo que garante a segurança do capital inicial investido uma vez que se apresenta como sendo sem risco ou de baixo risco. Presume-se que os lucros derivam de algum negócio, produto, ou investimento financeiro. Esta autora defende, que na verdade não existe qualquer negócio, produto ou investimento financeiro, isto porque o esquema funciona simplesmente com a entrada de capital para pagar os lucros aos investidores e, por vezes, os seus próprios investimentos são pagos pelos novos investidores que aderem ao esquema quando lhes são feitas promessas semelhantes. Os esquemas Ponzi são oportunidades de investimento oferecidas com condições favoráveis e um interesse exacerbado em fazer fortuna. O objeto pode ser a capacidade reconhecida de gerir grandes fundos por parte do autor do esquema, ou num conhecimento especial acerca de uma transação financeira ou ainda numa experiência superior no mercado de valores mobiliários como foi o caso de Bernard Madoff.

Segundo Cres (2014), os objetos utilizados são meros veículos num processo de transações financeiras em que à medida que se vão desenvolvendo, reforçam a ideia originalmente apresentada de que aquela oportunidade de investimento é, de facto, altamente rentável e bem-sucedida. O autor do esquema pode também reforçar a noção de ser um administrador financeiro dotado de um vasto conhecimento e reconhecida habilidade, para fazer uma gestão superior à média do mercado. Para Cres (2014), nos esquemas Ponzi, o investimento tem um ar exótico, representa uma inovação ou, por vezes, uma capacidade ou um conhecimento superior não disponível para investidores e público em geral. Deixa a impressão generalizada de ser algo novo, nunca antes percebido. Em alguns casos, os objetos do investimento são apresentados

como um novo produto que é expetável ter sucesso no mercado, em outros casos, o operador argumenta ter efetivado contratos de compra do produto com empresas na maioria das vezes localizadas em sítios longínquos. Uma vez que o fraudador jamais vai operar, comprar, produzir ou vender o objeto de negócio, as dificuldades para a captura da rendibilidade prometida são irrelevantes. Assim, é irrelevante a natureza do ativo de investimento, porque a sua função consiste em criar na imaginação dos investidores a crença de que estão diante de uma oportunidade única, capaz de gerar a rendibilidade extraordinária que o promotor do esquema promete (Cres, 2014).

A SEC, que detém a responsabilidade primária da regulação do setor de valores mobiliários, descreve o esquema Ponzi como uma fraude de investimento que paga os investidores existentes, com recursos arrecadados de novos investidores, onde os organizadores de esquema Ponzi, muitas vezes, prometem investir o seu dinheiro e gerar altos retornos com pouco ou nenhum risco. Nomeadamente em muitos esquemas Ponzi, os fraudadores não investem o dinheiro, em vez disso, usam-no para pagar aqueles que investiram mais cedo e poderem assim manter alguns recursos para si próprios. Com pouco ou nenhum lucro legítimo, os esquemas Ponzi requerem um fluxo constante de dinheiro novo para sobreviver. Quando se torna difícil recrutar novos investidores, ou quando um grande número de investidores efetuam levantamentos, estes esquemas tendem a entrar em colapso (SEC, 2015).

Para o juiz Anderson, que presidiu a um dos julgamentos de Charles Ponzi, o esquema consiste simplesmente na fraude de pagar aos primeiros investidores com a contribuição dos investidores mais recentes que haviam aderido ao esquema. O juiz James D. Olmstead, que presidiu ao processo de falência da empresa de Ponzi, explicou que se tratava de um esquema no qual Ponzi roubava Pedro para pagar Paulo (Cres, 2014).

2.3. Esquema em Pirâmide

Conforme descrito no *site* da SEC, no clássico esquema em pirâmide, os participantes tentam ganhar dinheiro unicamente através do recrutamento de novos participantes, geralmente onde:

- O promotor promete um alto retorno em um curto período de tempo;
- Nenhum produto ou serviço genuíno é realmente vendido;
- A ênfase principal é sobre o recrutamento de novos participantes.

Todos os esquemas em pirâmide entram em colapso, e a maioria dos investidores perdem o seu dinheiro. Os fraudadores frequentemente promovem esquemas em pirâmide através da comunicação social, publicidade na internet, *sites* de empresas, apresentações de grupo, chamadas em conferência, vídeos no YouTube e outros meios. Os promotores do esquema em pirâmide podem realizar apresentações em grandes salas de conferência de hotéis para divulgar o plano de negócio como um programa legítimo de marketing multinível (MMN). No entanto, os fraudadores usam o dinheiro pago pelos novos recrutados para pagar os investidores da fase anterior que normalmente também recrutam novos aderentes. Em algum momento, os esquemas ganham uma dimensão tal que o promotor fica sem recursos para poder receber o dinheiro suficiente de novos investidores para pagar aos investidores anteriores, e as pessoas perdem o seu dinheiro.

2.4. Auditoria Forense

A auditoria forense surge da necessidade crescente de existirem peritos especializados em matérias técnicas que permitam uma melhor preparação para a prevenção e deteção da fraude. Deste modo, a auditoria forense caracteriza-se por ser um ramo de auditoria multidisciplinar, uma vez que agrega diversas áreas do conhecimento para além da Contabilidade e da Auditoria, nomeadamente, Informática, Matemática, Psicologia, Criminologia, Investigação, Direito. A auditoria forense caracteriza-se assim pela realização de um trabalho de perícia de âmbito bastante alargado.

De acordo com o Banco de Portugal, as auditorias forenses são um instrumento complementar de supervisão que visam confirmar o cumprimento rigoroso das matérias que se inscrevem nas suas competências. Uma auditoria forense não é apenas uma mera auditoria financeira às contas, como normalmente acontece para a emissão da Certificação Legal de Contas. O objetivo da auditoria forense é perceber se as medidas e normas de controlo foram cumpridas sem uma obrigatoriedade de desconfiança de fraude para a sua ocorrência (Cavaleiro, 2014).

Segundo Hopwood, Leiner, e Young, (2008) auditoria forense «é a aplicação de competências analíticas e de investigação no sentido de solucionar assuntos de natureza económico-financeira de forma que cumpra os requisitos a cumprir em ambiente forense». Os autores defendem que o âmbito desta disciplina extravasa a esfera criminal, podendo as capacidades dos profissionais ser aplicadas noutros ambientes.

De acordo com Silva (2013 *apud* Nehim e Dunh 2005) existe uma divisão clara entre perícia judicial, em que o auditor forense assume um papel de testemunha pericial, e, a investigação de demonstrações financeiras. Reforçando esta perspectiva, para Silva (2013 *apud* Lugo e Cano 2001), a auditoria forense é a «forma de combater a corrupção, porque permite que um especialista emita juízos técnicos que dão ferramentas à justiça para atuar com maior rigor e celeridade».

Moreira (2009) refere que, aos profissionais a quem for dado o papel de estar na linha da frente no combate à fraude e que assumam efetivamente essa responsabilidade devem ter dedicação exclusiva, dado a abrangência de conhecimentos que este papel implica, pois quanto melhor se conhece o fenómeno da fraude mais se tem a convicção que o seu combate exige dedicação exclusiva, planeamento e metodologia de trabalho próprios.

Segundo Roque (2013), no contexto organizacional, se, num primeiro momento, a investigação da fraude era uma atividade que estava essencialmente reservada às polícias e entidades oficiais de investigação, nos últimos anos, tem vindo a crescer e a ganhar importância, por entidades privadas, os auditores forenses.

Os Estados Unidos da América (EUA) têm uma classe profissional especialista autónoma no combate à fraude, função independente da função da auditoria tradicional: os *Certified Fraud Examiners* (CFE) e os *Certified Forensic Accountants* (CFA). Cumpre também destacar uma outra opção, por parte do Canadá, em criar, não uma função autónoma mas uma especialização por parte do auditor tradicional, *Chartered Accountants - Investigative and Forensic Accounting* (CA-IFA). Estas duas opções, já efetivas, quer a opção que privilegia uma nova e independente classe profissional, quer a opção por dar uma especialização ao auditor tradicional, estão a desempenhar uma função suportada numa nova área do conhecimento, a *Forensic Accounting*, expressão que foi muito provavelmente usada pela primeira vez por Peloubet, em 1946 (Moreira, 2009).

De acordo com Roque (2009), quando um auditor forense é chamado a intervir num processo de fraude, procede à investigação da fraude, de forma independente, com vista ao apuramento dos factos e, consequentemente, da prova.

Neste sentido, Fonseca (2015) refere que:

O auditor forense tem um papel importante a desempenhar nas organizações. A confiança que transmite deverá ser reconhecida pelas características do trabalho que desenvolve, que incluem a independência, a objetividade, o rigor, a verdade, a qualidade, e o ceticismo profissional. É através de referências normalizadas, sob as quais efetua o seu trabalho, e

também através do seu julgamento profissional, que reforça a credibilidade das conclusões a que chega e que transmite nos seus relatórios.

A prova deve ser sempre obtida em conformidade com as leis e regulamentos e ser suficiente e apropriada. O auditor forense, para cada linha de investigação, desenvolve o seu trabalho analisando exaustivamente a informação disponível, a qual, quando obtida com recurso aos sistemas de informação, permite efetuar testes com base no universo estatístico e não apenas sobre uma amostra estatística. O acesso à informação é independente e a informação retirada dos sistemas informáticos é objetiva.

No âmbito dos trabalhos de investigação de fraude efetuados, o auditor forense deve informar o topo da gestão da organização sobre as seguintes questões: o esquema da fraude; a exposição legal; a extensão das perdas; durante quanto tempo decorreu a fraude; como é que ela esteve ocultada durante esse período de tempo, onde é que a fraude ocorreu; quem estava envolvido; como prevenir futuras ocorrências e qual o custo da investigação. O auditor forense deverá contar com a disponibilidade de toda a informação necessária para responder às questões acima enunciadas (Fonseca, 2015, 11).

2.5 Red flags

De uma maneira geral, uma *red flag* ou bandeira vermelha é um indicador de potenciais problemas numa atividade económica, isto é, trata-se de uma característica ou evento que, potencialmente indica a existência de problemas que podem afetar negativamente o valor dessa atividade económica. As *red flags* possíveis de uma atividade económica são ilimitadas, e indicam a contingência de existir fraude, que de outra forma, apenas seria anunciada ou detetada mais tarde. Segundo Murcia, Borba e Schiehl (2008), pode-se dizer que a ocorrência de uma fraude está vinculada à existência de condições ou ambientes favoráveis, para que ela ocorra. De acordo com estes autores (2008, *apud* Albrecht, 2003), as *red flags* são sinais que podem indicar a existência de uma fraude. Reforçando esta perspetiva, para Murcia et al. (2008, *apud* Parodi, 2005), as *red flags* são indicadores de alerta que visam prevenir e detetar uma possível fraude. Pode-se dizer, que estes sinais funcionam como um «termómetro» na prevenção e deteção das fraudes.

III Capítulo – Caracterização de esquemas Ponzi

O capítulo que a seguir se apresenta aborda a panóplia das características mais proeminentes dos esquemas Ponzi surgidos ao longo do último século.

Cres (2014) defende que existem outros elementos que poderão estar presentes em esquemas Ponzi, afetando o desenrolar do desfecho da ação, depois de a fraude ser revelada, nomeadamente, a prevalência de uma economia política, do investimento por afinidade, da ação estatal e das iniciativas de terceiros lesados.

De outro modo, Frankel (2012) destaca o poder de atração que os esquemas Ponzi têm sobre as sociedades. Um aspeto da sua atração é uma promessa de retorno elevado juntamente com baixo risco (ou aparentemente nenhum). Um segundo aspeto do poder de atração é a história e explicações excecionais e criativas para a oferta, concebido para satisfazer a curiosidade dos potenciais investidores. Um terceiro aspeto a salientar tem que ver com o facto de as ofertas serem únicas e escassas. O secretismo e sigilo do investimento são outro aspeto que podem, de alguma forma, atrair investidores a entrar num esquema Ponzi, uma vez que o sigilo pode tornar as histórias dos seus autores mais críveis, ao mesmo tempo que ajuda ao autor a esconder a verdade sobre o esquema Ponzi.

Também os autores Kotz (2014) e Sander (2009) defendem que a estrutura e imagem de muitos esquemas Ponzi pode ser legal, respeitável, e familiar, e que muitos esquemas Ponzi espelharam o funcionamento e estrutura dos bancos e outras instituições financeiras. Qualquer pessoa e mesmo investidores institucionais (exemplo caso Madoff) estão sujeitos a entrar num esquema Ponzi sem se aperceberem.

Apresentamos seguidamente as características de esquemas Ponzi, que consideramos para a investigação em curso, as mais pertinentes.

3.1 Aparente legalidade do negócio

Um aspeto fundamental que garante a segurança de um investimento é a sua legalidade. Para Frankel (2012), os fraudadores recebem dinheiro de investidores depositantes para transferir o dinheiro para os mutuários que prometem devolver o capital investido com os juros esperados. Os esquemas Ponzi são semelhantes aos regimes de refinanciamento, na medida em que têm um procedimento comum a muitas empresas que operam legalmente, ou seja, emprestando de

Pedro para pagar a Paulo, quando caem as taxas de juros e podem obter financiamento mais barato em qualquer instituição de crédito. Se as hipóteses de uma empresa de sucesso são baixas, e se os empresários reconhecem este facto, mas continuam a pedir e a reembolsar os credores antigos, estes podem acabar por apoiar o seu negócio num esquema Ponzi.

A diferença entre bancos e esquemas Ponzi, não é necessariamente na estrutura da instituição, ou da natureza das operações, mas é principalmente na veracidade das informações sobre os mutuários, e a confiabilidade das garantias que os investidores recebem dos fraudadores. Os esquemas Ponzi escondem-se por detrás de um negócio ou investimento aparentemente legítimo (Cres, 2014). Ponzi explicou o seu investimento ao fornecedor do mobiliário do primeiro escritório da *Securities and Exchange Company*, quando este se mostrou cético em relação à aplicação de economias que tinha feito no negócio de Charles Ponzi:

For [...] fifteen minutes I talked to him on international reply coupons. I gave him the whole story. From the treaty of Rome in 1907 to date. I showed him a coupon. Told him to keep it and exchange it at the post-office. I made him read the United States Official Postal Guide at page 37. Then I explained to him the market quotations on foreign exchange. In other words, I gave him the works. And when I got through, he was entirely sold on the proposition. He accepted the note. (Ponzi, 1935, Chapter XIV)

Charles Ponzi relata na sua autobiografia uma explicação similar, conseguindo convencer um inspetor de que o seu negócio era legítimo, realmente rentável e seguro, saindo do seu escritório com uma nota promissória assinada por Ponzi:

[...] the inspector was well impressed by the general outline of my plan. He pronounced it legitimate (subject to further corroboration by the postal authorities.) On many points it appeared to him as clear as mud. But on all of the others he did not understand, he was thoroughly in accord with me. (Ponzi, 1935, Chapter XV)

No caso Dona Branca lê-se na pronúncia do Ministério Público que «A “Organização Dona Branca” faz constar ser detentora de uma atividade comercial rendosa, nomeadamente em “investimentos imobiliários”» para, deste modo, justificar a legalidade do seu negócio e dos seus rendimentos elevados. A aparente legalidade do negócio oculta a real operação da empresa, que funciona em esquema Ponzi dificultando a deteção de fraude financeira.

3.2 Elevados retornos sem risco

Os operadores do esquema, como os vendedores em geral, despertam a atenção das vítimas por via de ofertas atraentes. Os dois primeiros componentes de tais ofertas são retornos muito altos e sem qualquer risco, que são dois termos antagonistas. Todos os esquemas Ponzi compartilham as duas variáveis anteriormente mencionadas, de forma muito eficaz, apresentando um retorno prometido invulgarmente elevado, pelo menos acima do mercado ou de um *benchmarking*.

Segundo Frankel (2012), uma oferta de investimento, por exemplo, com uma rentabilidade de 10 por cento ao mês, persistindo mesmo quando as taxas de empréstimos gerais do mercado são entre 5 e 10 por cento ao ano, leva a que as pessoas venham a aderir irrefletidamente a estes fabulosos retornos prometidos. Os esquemas Ponzi são considerados atrativos, uma vez que acompanham uma taxa de juro muito alta, com a garantia de um risco muito baixo.

O esquema de Madoff prometeu retornos mais baixos do que os oferecidos na maioria dos esquemas, apesar de serem ainda mais elevados do que o habitual. No entanto, o seu esquema implicou, inacreditavelmente, um retorno consistentemente superior aos valores de mercado. Esta consistência teve um efeito semelhante ao risco reduzido, uma vez que desta forma baixou a ansiedade dos investidores avessos ao risco e atraiu investidores conservadores, a longo prazo, conseguindo atrair investidores não profissionais. Bernard Madoff ofereceu aos membros do seu clube exclusivo, um investimento constante, com retornos de dois dígitos, mesmo quando o mercado registou oscilações negativas. Esses termos naturalmente atraíram investidores que estavam suficientemente impressionados com os retornos, aceitando conseqüentemente, o aparente baixo risco do investimento (Sander, 2009). O baixo risco, conforme é exposto nas histórias de fraudadores, é por vezes, apoiado por uma garantia prometida, como uma hipoteca de imóveis, seguros, ou Estado.

3.3 Conquista da confiança

Os esquemas Ponzi têm na construção da confiança, um elemento construtivo presente em todo o seu desenvolvimento. Frankel (2012) destaca que organizadores do esquema Ponzi são mestres em criar oportunidades de investimento legítimas e, muitas vezes, tranquilizam os investidores através da emissão de demonstrações financeiras periódicas. Quando os investidores exigem reembolso, entregam o seu dinheiro de imediato, desde que o golpe dure. Essas ações constroem a confiança necessária para as vítimas permanecerem no esquema. Ao planearem executar um esquema de fraude, o fraudador deve considerar a necessidade

permanente de cultivar uma relação de confiança com os participantes do seu esquema, e por outro lado, para a envolvente exterior.

De uma maneira geral, uma instituição bancária vende confiança. As pessoas depositam as suas poupanças num banco que lhes transmita a segurança e a confiança suficiente de que jamais serão lesados por escassez de recursos financeiros dessa instituição. Segundo Costa (2012), uma das tarefas mais importantes dos assessores financeiros é a de se responsabilizarem pelas decisões do investidor. Se dois investidores fizerem a mesma operação mal sucedida, mas um deles tiver a ajuda de assessor financeiro, e o outro não, certamente o investidor que tomou a decisão sozinho, por não ter quem culpar pelo fracasso, sentirá arrependimento maior. Ter um assessor financeiro funciona como ter «*recall* psicológica», pois, se os investimentos correrem bem, o investidor pode ficar com os créditos da decisão, mas se o investimento correr mal, o investidor pode proteger o seu ego e diminuir o seu arrependimento, colocando a culpa no assessor. Neste fenómeno psicológico, conhecido como o viés da autoatribuição, a pessoa atribui tudo ao assessor, as competências associadas ao seu sucesso, mas também lhe atribui a responsabilidade pelos fracassos.

Neste sentido, Bernard Madoff foi o assessor financeiro mais bem-sucedido ao longo de décadas e, por isso, digno de confiança dos seus clientes. É da natureza humana querer confiar em alguém, particularmente se a pessoa for um amigo ou se a pessoa parecer inteligente e competente, como era Charles Ponzi, Bernard Madoff e Dona Branca. Nos três esquemas Ponzi, operados por estes autores, várias pessoas retiraram as suas poupanças do banco para depositarem as suas economias nas mãos de pessoas de aparente credibilidade e confiança.

No caso de Charles Ponzi, e referindo-nos à epígrafe anterior, contratou Ettore Giberti, também imigrante italiano e seu primeiro investidor e angariador de clientes. A admiração por Ponzi era explícita: «Ponzi, o italiano que inventou o dinheiro», diziam. As pessoas aclamavam-no por onde passava. Chegou a ser indicado como candidato para as próximas eleições locais, denominado de «mago das finanças» (Cres, 2014).

No caso de Madoff, o autor Sander (2009) descreve a confiança cega em Bernard Madoff como um homem de voz suave, gentil, afável e de modos agradáveis, com um rosto juvenil, um sorriso engraçado e com uma reputação sólida há anos. Visto pela sociedade como um super investidor, no sentido de ser considerado um investidor sólido, tendo ocupado posições de poder e de autoridade no complexo mundo financeiro, levou-o a um merecimento de confiança de quem o rodeava. Outra componente na conquista de confiança em Madoff são as experiências comuns

vividas entre esse grupo de pessoas, como são disso exemplo o facto de ter participado nos mesmos jantares, frequentado os mesmos acontecimentos sociais, alguns de apoio a interesses de caridade comuns, poderão eventualmente ter doado para as mesmas associações de caridade, frequentado a mesma sinagoga, jogado golfe ou fazendo vela juntos, eventualmente trocando as suas histórias favoritas sobre *Wall Street* e conversando sobre os mesmos assuntos financeiros, políticos, religiosos e sociais. Este grupo de pessoas teria, provavelmente, a mesma perspetiva em relação ao dinheiro e à riqueza, e ao estilo de vida que estas posses poderiam proporcionar. Porque não avançar quando surge a oportunidade de investir no que já pensavam conhecer, de investirem com quem conheciam de perto, e com alguém que partilhava as mesmas ideias e carácter? Até porque fazem parte de uma comunidade que ter o privilégio de o poder fazer, é bastante exclusiva, tornando-se assim uma oportunidade única em investir com alguém de uma elevada posição social, tal como eles também pertencem (Sander, 2009).

À semelhança de Madoff, no caso Dona Branca, a mesma, era igualmente, a marca de confiança, construída essencialmente pelo cumprimento do pagamento dos juros prometidos ao longo de seis décadas (Diogo, 1992).

3.4 Secretismo justificado dos detalhes do negócio

Tamar Frankel (2012) defende que o secretismo e sigilo do investimento são outro aspeto que pode atrair investidores a entrar num esquema Ponzi, uma vez que o sigilo pode tornar as histórias dos seus autores mais credíveis, ao mesmo tempo que ajuda o autor da fraude, a esconder a verdade sobre o seu esquema Ponzi.

Fábio Cres (2014) afirma que, por vezes, as fraudes financeiras estão cobertas de um manto de exclusividade, estando disponível apenas para poucos investidores.

Harry Markopolos (2009) descreve no seu testemunho, um episódio de uma viagem que fez à Europa, em 2002, que ilustra a confiança cega dos investidores em Bernard Madoff, assim como o uso do sentimento de exclusividade gerado nos investidores. Durante essa viagem, encontrou-se com clientes privados de 14 bancos franceses e suíços e de *hedge funds* (vide Anexo I) e todos se vangloriavam que embora o *hedge fund* de Bernard Madoff estivesse fechado para novos investidores, todos eles tinham um acesso especial ao Madoff, sendo que o mesmo aceitava dinheiro destes novos investidores, como é disso exemplo, a citação de Markopolos, em 2009: *«they had special access to Madoff and he'd accept new money from them.»*

Bernard Madoff desejava continuar a ser um corretor, que tivesse a guarda dos ativos dos clientes, em vez de um *fund adviser*¹ (que é mais regulamentado em alguns aspetos). A sua atitude reservada violava políticas de negociação do mercado financeiro junto dos investidores institucionais, obrigando-os a pedir e a receber esta informação, antes de fazer qualquer investimento. Além disso, Madoff não cobrava as habituais taxas de desempenho dos gestores de 2 por cento dos ativos sob gestão e 20 por cento dos lucros (Markopolos, 2009).

Ao evitar o recebimento de honorários de consultoria, Bernard Madoff conseguiu escapar à regulação como consultor por muitos anos (até 2006). Uma explicação para que os investidores sofisticados tenham sido atraídos por este investimento, foi considerarem um privilégio investir com Madoff. Os investidores imploravam aos seus amigos com ligação a Madoff, para o persuadirem a aceitar o seu dinheiro (Frankel, 2012). Bernard Madoff foi bem-sucedido no uso da imagem de sigilo e secretismo. Poucos ousavam colocar questões inoportunas e arriscar serem forçados a sair do círculo fechado. Por seu turno, alguns investidores preferiam admitir a sua ignorância, a perguntar como efetivamente funcionava a estratégia de conversão *split-strike*². De facto, a postura de secretismo fortaleceu a imagem de Madoff como um génio.

A pertença a uma comunidade teve um papel importante no desenvolvimento da atividade de Madoff, que pertencia à comunidade judaica, e tinha a aprovação de instituições apoiadas por muitos de seus investidores diretos, tais como sinagogas, membros de congregações judaicas, figuras proeminentes em comunidades judaicas e fundações. Deste modo, Bernard Madoff soube usar o sentimento de exclusividade junto dos seus investidores para manter em segredo a sua suposta estratégia de investimento aparentemente inovadora e eficaz.

3.5 Necessidade de adesão imediata

Os autores de esquemas Ponzi emprestam aos investimentos oferecidos um caráter de urgência, para fazer balançar o investidor na sua decisão e diminuir a resistência motivada por dúvidas que precisassem de esclarecer.

¹ A pessoa ou empresa responsável por fazer investimentos em nome e / ou prestação de aconselhamento para os investidores. No contexto do negócio de fundo de investimento, um conselheiro, também conhecido como um consultor de investimentos, é uma organização contratada por uma empresa de investimento para gerir a carteira de um determinado fundo. O consultor de um fundo de investimento atribui a um gerente a gestão corrente para tomar as decisões de compra e venda de valores mobiliários de um fundo de acordo com as estratégias estabelecidas e objetivos de investimento.

Disponível em: <http://www.investopedia.com/terms/a/advisor.asp#ixzz43S004PHb>

² É uma estratégia de investimento legítima, que combina a compra de ações com o uso de opções para se proteger contra o risco do preço das ações, caso estas venham a diminuir (Frankel, 2012).

Segundo Cres (2014), o discurso dos autores do esquema, é voltado para a necessidade de ação imediata e permanente, «pois há sempre o risco de perder a oportunidade.» (Cres, 2014). Esta argumentação retira ao investidor a ponderação sobre algumas características do negócio, provocando um processo de tomada de decisão sob pressão e com tempo de reflexão reduzido, fazendo-o decidir em favor do investimento proposto. Cres (2014) entende que em comparação com investimentos reais, os negócios fraudulentos são situações colocadas como muito mais urgentes, estando presente no discurso dos promotores frases como «não perca a oportunidade» ou «aja rapidamente». O problema diz Frankel (2012), é que as pessoas tomadas por esquemas Ponzi não param para pensar. Frankel (2012) sugere que ambos, os autores e as suas vítimas, desfrutam da fantasia de serem mais inteligentes do que os demais e compartilham o segredo para o rápido enriquecimento. «Estes são os investidores inteligentes e bem informados que acreditam no seu poder intelectual», diz Frankel (2012). «Eles gostam de se sentirem exclusivos. Gostam de participar num grupo seletivo, e os fraudadores dão-lhes esse sentimento» (Frankel, 2012). Aos clientes de investimento de Madoff era repetidamente passada a mensagem de exclusividade e de confiança. Se investisse com Bernard Madoff, seria um dos poucos a ter o privilégio de o fazer. Seria uma oportunidade que apenas surgiria uma vez na vida, e ninguém poderia perde-la e deixar de se juntar a Madoff (Sander, 2009).

3.6 Ocultação da fraude por atitudes positivas

Outra característica do esquema Ponzi, que vários autores mencionam, diz respeito à ocultação da fraude por atitudes positivas. É comum os operadores do esquema adotarem uma atitude filantrópica, doando montantes elevados a instituições de solidariedade. Sander (2009, 45) refere que «[d]esde 2004 até à data da sua prisão, em Dezembro de 2008, Madoff foi depositário da Universidade de Hofstra», que integra a Faculdade de Direito, que Madoff frequentou mas sem terminar o curso. Talvez a característica mais surpreendente do fundo de Bernard Madoff, estimado entre 50 e 65 mil milhões de dólares, não é a sua magnitude ou alcance mundial, mas sim a identidade dos seus investidores. Muitas pessoas sofisticadas e chefes de grandes organizações foram enganados. Entre eles estavam as empresas de investimento, de gestão de bancos estrangeiros, *hedge funds*, investidores individuais ricos, firmas de corretagem, fundos de pensões, instituições de caridade, universidades e companhias de seguros. Todos esses investidores contaram com a reputação de Madoff para obterem o «retorno absoluto» de lucros, em todas as situações, tanto num mercado em baixo como em cima. Bernard Madoff, à medida que o tempo passava e o seu património aumentava, começou a gastar uma parte dos seus

elevados rendimentos em contribuições para uma grande variedade de doações e ações de caridade. Na família, houve dois casos de linfoma: o seu filho Andrew foi diagnosticado em 2003 e viria a morrer em 2014 e o seu sobrinho Roger, morreu da mesma doença em 2006. A família de Madoff doou cerca de seis milhões de dólares para a investigação médica. Bernard Madoff estava envolvido nos círculos judeus em Nova Iorque e noutros pontos do país e do mundo.

A Organização Dona Branca, quando teve necessidade de divulgar as condições aliciantes dos seus «empréstimos», com vista a atrair mais pessoas a entrar no seu esquema, concede uma entrevista ao jornal Tal & Qual (T&Q) invocando que a sua atividade «só quer ajudar os pobres», canalizando «para actividades compensadoras dos valores que recebera a título de empréstimo, distribuindo os benefícios daquelas actividades pelos mutuantes, a devoção ao Padre Cruz» e afirmou que não pagava juros, mas sim entregava «parte do leão» dos beneficiários que o dinheiro emprestado lhe proporcionava (nº 25 da Acusação, 1 junho 1985).

3.7 *Red flags* do esquema Ponzi

Perante um esquema Ponzi, qualquer pessoa, está sujeita a tornar-se vítima, caso não atenda às pistas deixadas pelos seus operadores. Como observado neste capítulo, embora haja uma variedade de esquemas Ponzi, todos eles têm características em comum. Primeiro, o operador do esquema promete retornos muito elevados com baixo risco. Em segundo lugar, em cada esquema, a fonte dos pagamentos aos investidores é dispendiosa e o negócio não pode ser testado por comparação porque o esquema ou a história é uma novidade. Em terceiro lugar, em cada esquema Ponzi, mesmo que os fraudadores não sejam uma instituição financeira, continuam a emitir as suas obrigações. Em quarto lugar, na maioria dos esquemas, o operador tenta estabelecer relações pessoais estreitas com os investidores; e quinto, quando os esquemas implicam títulos, não há cumprimento da lei de valores mobiliários.

Segundo Cunha et al. (2013), este fenómeno é de fácil explicação após a sua implosão, embora a sua perceção não seja fácil num momento prévio e oportuno.

Para Frankel (2012), privado de todos os desvios, sentimentos, excitações e fascínios, estes elementos são fáceis de identificar. Qualquer esquema deve levantar um sinal de perigo - uma *red flag*.

Cres (2014) partilha da mesma opinião ao afirmar que, identificar estas «pistas não é um trabalho difícil, bastando ao interessado olhar aspetos externos do negócio, comparando com oportunidades de investimento reais.»

H. David Kotz (2014) conduziu várias investigações e auditorias importantes, enquanto Inspetor Geral da SEC, tendo dedicado bastante tempo à análise de *red flags* associadas a esquemas Ponzi. Kotz (2014) entende que uma *red flag* de fraude é muitas vezes, um conjunto de circunstâncias que é incomum na natureza e pode ser um sinal de que algo está fora do comum e precisa de ser mais investigado. Muitas *red flags* são comumente associados com o esquema Ponzi que os investidores individuais devem olhar para fora quando se encara uma oportunidade de investimento.

Por exemplo, alguns autores como Kotz (2014), Frankel (2012), Cres (2014), e Benson (2009), realçam algumas *red flags* que consideram típicas de um esquema Ponzi conforme resumidamente apresentadas no quadro abaixo:

Quadro 1 – Resumo de *red flags*

Autor	Red Flags
H. David Kotz	<ol style="list-style-type: none"> 1. Parece bom demais para ser verdade. 2. Promete retornos excessivamente consistentes. 3. O investimento é retratado como sendo sem risco, ou com a garantia de não perder nenhum dinheiro. 4. O investimento é extraordinário, complicado e difícil de entender. 5. O investimento é oferecido apenas por pertencer a um grupo como: religião, clube ou família. 6. O investimento é apresentado como sendo uma «oportunidade única na vida». 7. A única maneira de poder participar no investimento é sendo indicado por outro cliente. 8. O sigilo é necessária em conexão com o investimento. 9. A empresa é regulamentada. 10. O aderente deve verificar qual o nome da entidade que consta nos cheques que lhe fazem chegar. 11. A empresa não fornece os documentos necessários. 12. O gestor ou consultor de investimentos tem pouca experiência em investir dinheiro de outras pessoas. 13. Os pedidos de informações adicionais são confrontados com resistência na resposta, afirmando o gestor que não precisa desse investimento. 14. Extratos de conta fornecidos com erros. 15. A oportunidade de investimento precisa de dinheiro para manter a estrutura a funcionar. 16. São colocados bloqueios ao tentar retirar o dinheiro. 17. A empresa não disponibiliza informações financeiras auditadas. 18. Os investimentos requerem grandes somas de dinheiro e não são diversificados.
Tamar Frankel	<ol style="list-style-type: none"> 1. Retorno muito alto com baixo risco. 2. A origem dos retornos mais elevados é um mistério. 3. Ofertas contínuas de obrigações da empresa. 4. Atividades do gestor fora das normas legais.
Sandra S. Benson	<ol style="list-style-type: none"> 1. Taxas de retorno garantidas devem ser investigadas. 2. Os aderentes devem analisar o negócio para obterem todas as informações sobre os investimentos. 3. Os investidores não devem aceitar explicações vagas de conselheiros. 4. Se um investimento é legítimo, a divulgação deve ser completa. 5. Não deve haver acumulação de funções dos gestores do negócio. 6. Os investimentos não devem basear-se em emoções irracionais. 7. As pessoas não devem aderir ao negócio por questões de afinidade quer seja ela social, cultural, religiosa ou étnica. 8. Qualquer auditor deve conhecer a atividade do negócio e os respetivos procedimentos especializados e se as rendibilidades históricas divulgadas são corretas.
Fábio Cres	<ol style="list-style-type: none"> 1. Retornos extraordinários em curto período. 2. Menos riscos e esforços que investimentos reais. 3. Exclusividade que investimentos não têm. 4. Necessidade de adesão imediata. 5. Promotores desconhecidos.

Fonte: Adaptado, Hotz, Frankel, Benson, Cres

De um modo geral, cada país tem publicado *red flags* para identificação de esquemas Ponzi através das diversas entidades reguladoras e de defesa do consumidor aí existentes, no sentido da população em geral ter acesso a mais informação e, em caso de dúvida de existência desta modalidade de fraude financeira, poder evitar aderir a um investimento especulativo e de índole duvidosa.

IV Capítulo – Funcionamento do esquema Ponzi

Este capítulo aborda, no primeiro ponto, os meios utilizados pelos operadores do esquema Ponzi para divulgarem o seu negócio e as técnicas usadas para atraírem novos investidores, essenciais para alimentarem o esquema Ponzi. O segundo ponto aborda o término dos esquemas Ponzi. Os esquemas Ponzi são, muitas vezes, associados à imagem de uma pirâmide. Os investidores posicionados no topo da pirâmide ganham sempre o valor investido mais os juros prometidos, ao contrário dos últimos investidores a entrar no esquema, os que estão na base da pirâmide. Há uma tendência generalizada em associar o esquema Ponzi a uma fraude do tipo esquema em pirâmide. No terceiro ponto, são identificadas as diferenças entre esquema Ponzi e esquema em pirâmide.

4.1 Mecanismos de divulgação

Sendo que os esquemas Ponzi necessitam de um número cada vez maior de investidores para sobreviverem, a sua longevidade depende de um sistema de distribuição de valores mobiliários eficaz. Os investidores podem ser recrutados por publicidade, mais localizada ou mais abrangente, ou, nesta nova era através da internet. Para que o fraudador atinja os seus objetivos, a divulgação deve ser eficaz, mas ao mesmo tempo com uma descrição associada que permita preservar o esquema e diminuir o risco da descoberta da fraude.

Segundo Frankel (2012) a informação é importante para os autores do esquema Ponzi, especialmente se estes tratam de transações de valores mobiliários, estando interessados na avaliação da «variação de humor» dos investidores, nas oportunidades de investimento e em novas formas de alcançar mais investidores.

De acordo com Graybow (2012), os fraudadores usam redes de informação, incluindo as pessoas com acesso a dados que podem passar despercebidos. Por exemplo, promotores do esquema Ponzi podem aceder e recolher informações de grandes empresas, mas raramente despertam a atenção de quem os rodeia. Reforçando esta perspetiva, para Frankel (2012 *apud* Pears 1998) é perentória, ao dizer, que estes promotores são «tão humildes e absurdos em suas pretensões de gentileza e educação que poucos nunca os levariam a sério.»

No seu estudo Frankel (2012), verificou que os investidores podem servir como uma «força de vendas». A primeira «força de vendas» de Charles Ponzi, os seus investidores iniciais, foram os

membros da sua família, amigos e conhecidos de longo prazo. Uma vez convencidos, os membros do grupo de afinidade são propensos a investir em conjunto e, por outro lado, são também os mensageiros para divulgar a oferta de investimentos exclusivos. Depois dos investidores de primeira linha receberem os altos retornos, estes ficam propensos a reinvestir o valor do seu investimento de curto prazo, ou mesmo a aumentá-lo. Quando os investidores estão convencidos, servem como uma «força de vendas» não remunerada, ajudando a estabelecer a confiabilidade do autor do esquema perante amigos e amigos de amigos. Os investidores espalham a palavra, como um favor para os seus recrutas - talvez na esperança de reciprocidade de tratamento, e a fim de demonstrarem a sua própria sabedoria, por forma a exibirem o seu achado (Frankel, 2012).

Cres (2014) entende que os operadores de esquemas Ponzi procuram revestir a oportunidade de investimento com atributos que permitam a associação positiva de que se trata de um negócio benéfico, simples e compatível com os investidores. No entanto, a oportunidade simples e compatível, é também, apresentada como única, fugaz, altamente rentável e totalmente sem risco. Para reforçar o elemento «retorno extraordinário», os fraudadores superestimam as hipóteses de ganhos e minimizam a possibilidade de perdas. Na argumentação dos seus promotores, um esquema Ponzi será sempre um negócio certo, sendo esse o motivo de que o objeto de investimento recairá numa ideia incomum, inusitada, levando investidores a acreditar nas possibilidades de grande sucesso com um risco mínimo (Cres, 2014).

Os aderentes iniciais investem de forma prematura motivados pela ascensão social, crendo serem mais espertos que os demais. Cres (2014) afirma que os aderentes iniciais, quando comparados com os aderentes tardios, «apresentam atributos comuns, [...] tendo mais educação formal, uma posição socioeconômica mais alta, grande habilidade de lidar com incertezas e riscos, maior acesso à informação e mais habilidade para compreender situações abstratas». Dessa forma, acreditam que nunca seriam enganados. Estes traços de personalidade podem fazer deste grupo de pessoas vítimas de fraudes de investimento, embora em casos de esquema Ponzi, representem o grupo das potencialmente beneficiadas, desde que saibam sair do esquema no tempo adequado. Os fraudadores, conhecendo os anseios das vítimas, que veem nos investimentos especulativos o elevador direto para a ascensão social e financeira, concentram os seus esforços nesse grupo de pessoas, convictos que a super confiança, levá-los-á a tomar decisões erradas (Cres, 2014).

Autores como Sander (2009), Frankel (2012), Cres (2014) e Kotz (2014) são unânimes ao considerarem que os promotores de fraudes cultivam a imagem de sucesso, construída a partir

da exteriorização de bens de riqueza, como carros caros, casas em zonas valorizadas, acessórios de luxo, roupa de marcas de qualidade superior, joias e um *lifestyle* exclusivo.

Outra técnica estratégica adotada pelos fraudadores no seu plano de ação é a sua integração na comunidade de investidores, uma vez que determina o modo e a velocidade de adoção da proposta de investimento e, por outro lado, investidores e promotores de fraude estão conectados constantemente, criando uma rede de interligações que facilita a divulgação do esquema. A vantagem para a divulgação da fraude por esta via, decorre do facto da confiança mútua inerente ao relacionamento entre os membros, reforçar a recomendação de um deles.

Contudo, Cres (2014) ressalva que escolher um grupo de afinidade pode representar maior probabilidade de deteção de fraude, dado que os investidores podem trocar informações sobre os seus investimentos, impressões sobre desconfianças e agirem de forma concertada e coletivamente contra o fraudador. A recomendação oral é um entre vários métodos de divulgação de produtos, serviços e inovações, constituindo um poderoso instrumento de *marketing*. Em esquemas Ponzi que têm na confiança um elemento construtivo, a divulgação social é requisito indispensável. No entanto, promotores de esquemas Ponzi podem divulgar o negócio, de modo impessoal, para alcançar uma base de investidores mais ampla e difusa que permita um crescente volume potencialmente disponível para a fraude.

Nesse sentido, no esquema de Dona Branca, a primeira divulgação jornalística do seu negócio, em 1983 pelo semanário T&Q, como a «“banqueira” mais simpática do mundo» pagando «pontualmente juros de dez por cento ao mês (120 por cento ao ano)» estando «tão seguro nas mãos desta mulher de cabelos brancos como nos cofres da mais sólida instituição de crédito», contribuiu para a corrida de entregas de dinheiro e um avolumar da sua atividade, acabando por ter que abrir vários escritórios em Lisboa e contratar mais colaboradores para receber os novos clientes. Este exemplo de difusão feita a partir da comunicação social permite visibilidade a nível nacional, e por conseguinte, o alcance de um maior número possível de pessoas. Desta modo, a velocidade de crescimento de um esquema Ponzi, é mais rápida tendo como único objetivo a entrada de dinheiro novo para manter o esquema a funcionar.

Outro mecanismo de divulgação adotado ao longo dos tempos, pelos autores dos esquemas Ponzi, é o recrutamento de vendedores, os consultores de investimentos e os gestores de fundos de investimento, remunerados para difundir o seguro e rentável negócio, com vista a angariar mais investidores particulares e institucionais.

Em 1920, Charles Ponzi usou vendedores remunerados para aliciarem mais clientes para o seu negócio. A partir de 1983, Dona Branca criou uma organização constituída por angariadores remunerados, disseminados pelo país para publicitarem a imagem de seriedade de Dona Branca (Pronúncia do Ministério Público, 1985). Até 2008, Madoff usou vendedores de fundos de alimentação, atraídos para o seu esquema Ponzi com a promessa de comissões generosas. Os gestores de fundos de todo o mundo - América Latina, Ásia e Europa - dirigiram-se a grandes bancos com vista a angariarem clientes para investir no fundo de Madoff (Henriques, 2012).

Em 2008, um terço de todos os gestores de fundos de Genebra haviam investido com Madoff, no montante de 14 mil milhões de dólares (Frankel, 2012). Sendo bem remunerados, alguns corretores tornaram-se parceiros dispostos a colaborar com estes fraudadores. Além disso, planeadores de esquemas Ponzi, podem recrutar vendedores que têm os seus próprios clientes, como os corretores de seguros. Estes podem influenciar os seus clientes para contrair empréstimos para, por exemplo, investirem o dinheiro em notas promissórias de curto prazo, que ostentem, uma elevada taxa de juros. As notas podem ser emitidas por empresas *start-up*³ de risco, ainda assim representadas como investimentos seguros (Frankel, 2012).

Noutros casos, os clientes confiam no seu agente de seguros, uma vez que são frequentes os casos em que já o conhecem há algum tempo. Assim, estes clientes ficam suscetíveis em assumir que qualquer oferta do seu agente deverá ser confiável. Consequentemente, os agentes quando se tornam promotores de esquemas Ponzi, exercem menos esforço para ganhar a confiança dos clientes. Normalmente, todos os divulgadores, sejam eles investidores voluntários ou vendedores remunerados, são eficazes em espalhar a reputação de sucesso e confiabilidade dos autores do esquema. Aqueles que descobrirem que o esquema é uma fraude, mas não queiram de alguma forma, envolver-se, são propensos a deixar o esquema em silêncio, sem denunciar. Por norma, as pessoas raramente querem expor o seu próprio grupo ou profissão a situações de fraude, assim como, raramente admitem a amigos, conhecidos ou clientes que sofreram uma perda e que eram participantes de tal fraude (Frankel, 2012).

4.2 Términos do esquema: colapso ou fim bem-sucedido?

Os casos de esquemas Ponzi identificados pelas autoridades nos vários países culminaram no colapso abrupto ou precipitado do esquema, lesando quase sempre os investidores, deixando-

³ *Start-up* é uma sociedade não cotada em bolsa, com elevado potencial de crescimento e de valorização.

os por vezes em situação de falência económica total. Mas será que um esquema Ponzi pode ser bem-sucedido? Se sim, em que circunstâncias?

Um esquema Ponzi típico funciona com a simples movimentação de recursos, onde o dinheiro que entra serve para pagar os juros e o capital inicial dos investidores anteriormente aliciados para o esquema, os mais antigos, enquanto a outra parte, é desviada para despesas da estrutura do negócio e para benefício dos operadores da fraude. O esquema será sustentável, enquanto o capital investido por novos investidores, crescer a taxas que permitam aos operadores pagar a rentabilidade prometida.

Segundo Cres (2014), o efeito resultante desse fluxo de investidores e do crescimento das obrigações para o esquema é como uma «bolha», que quando atinge o ponto máximo causa danos ao seu redor. O esquema terminará quando os juros devidos em certo momento forem maiores do que o montante investido no esquema. É neste ponto que os investidores se tornam vítimas.

Outros fatores que levam o esquema Ponzi a deixar de funcionar são:

- o esquema ser encerrado de modo prematuro pelas autoridades;
- a conveniência dos operadores, que podem interromper os pagamentos e fugirem com os recursos ainda em seu poder;
- o valor dos fundos deixar de cobrir o montante investido e os juros prometidos.

Com o objetivo de ilustrar o seu impacto no sucesso ou no colapso do fundo de investimento, os autores Cunha et al. (2013) apresentaram simulações resultantes dos parâmetros do modelo matemático desenvolvido por Artzrouni (2009) para a análise dos esquemas Ponzi, bem como uma versão filantrópica do modelo, tendo em mente os modelos de segurança social. Para Cunha et al. (2013) uma das questões atualmente em foco é a tentação de associar sistemas de segurança social a um esquema Ponzi.

No seu livro, Cres (2014) refere três vencedores do Nobel da Economia que escreveram artigos nesse sentido. O primeiro foi Paul Samuelson (Nobel em 1970) quando em 1967 escreveu «logo ficou claro que o sistema não poderia contar com ondas de jovens ou crescimento da produtividade rápida para gerar o robusto retorno que fez o programa tão popular nos primeiros anos» (Cres, 2014), indicando que se podia esperar o colapso do sistema, uma vez que a taxa de oferta de novos aderentes não era sustentável. Mais tarde, Milton Friedman (Nobel em 1976)

escreveu um artigo, em 1999, sobre o sistema da segurança social ao qual deu o título de «O maior esquema Ponzi na Terra». Finalmente, Paul Krugman (Nobel em 2008) escreveu em 1997:

A Segurança Social é estruturada a partir do ponto de vista dos beneficiários como se fosse um plano de pensões comum: o que as pessoas recebem depende do que elas colocam. Então não parece um esquema de redistribuição. Na prática, revelou-se fortemente o contrário desse parecer, mas só por causa de seu aspeto de esquema Ponzi, no qual cada geração leva mais do que coloca. Bem, o esquema Ponzi vai acabar em breve; graças à demografia, a alteração será de que o destinatário típico daqui em diante terá somente aproximadamente tanto quanto ele colocou (e os jovens de hoje podem vir a receber menos do que eles colocaram no sistema).

Contudo, Cunha et al. (2013) mencionam que a curta duração habitual de esquemas Ponzi, apesar da longevidade do caso Madoff, em contraponto com a alta longevidade dos sistemas de segurança social, desde 1889 na Alemanha ou desde 1935 nos Estados Unidos, é motivo suficiente para DeWitt (2009), excluir o funcionamento de um esquema Ponzi nos sistemas de segurança social.

Os autores Cunha et al. (2013) desenvolveram no seu estudo académico, uma abordagem computacional ao modelo matemático desenvolvido por Artzrouni (2009) para a análise dos esquemas Ponzi. O modelo descreve a dinâmica de um fundo de investimento que promete taxas de rendibilidade superiores aquelas que pode na realidade oferecer. Estes autores apresentaram no seu trabalho várias simulações numéricas para esquemas filantrópicos verificando-se que, mesmo a longo prazo, um fundo dentro das condições da figura 1 do Anexo II, é sempre solvente, uma vez que o valor do capital inicial no esquema será suficiente para garantir a sua sustentabilidade. Este estudo esclarece que o esquema filantrópico pode funcionar de forma sustentável «para sempre», desde que exista um alto investimento inicial (por exemplo, um investimento numa política de emprego do governo para criar um novo sistema de segurança social). Ressalvam, no entanto, que essa sustentabilidade a longo prazo pode ser ameaçada pela variação das taxas de investimento, taxas de resgate e taxas nominais.

O esquema Ponzi é um termo genérico para designar os padrões não sustentáveis de operações financeiras. Os criadores destes esquemas só podem cumprir os seus compromissos de pagar altas taxas de juros, se puderem recolher dinheiro de novos empréstimos, ou seja, se tiverem novos clientes e investidores. As taxas de juros prometidas são tão elevadas, quando comparadas com as taxas praticadas pelos setores financeiros regulados, que a sustentabilidade do esquema requer um fluxo contínuo de dinheiro novo e num ritmo rápido.

Inicialmente, muitos investidores estão tão satisfeitos com seus altos retornos que permitem a recapitalização dos seus ganhos, no mesmo regime. O esquema pode funcionar e ser sustentável, desde que a taxa de saída do valor do fundo seja menor do que a taxa de entrada de dinheiro de novos investidores.

4.3 Diferenças entre o esquema Ponzi e o esquema em pirâmide

O esquema Ponzi e o esquema em pirâmide são relacionados, porque ambos envolvem o pagamento a membros mais antigos com o dinheiro de novos participantes, em vez de lucros reais de investimento ou de venda de produtos.

De acordo com Frankel (2012), os esquemas Ponzi são «primos chegados» de esquemas de distribuição em pirâmide. A base desses esquemas é a venda do direito de vender um produto que geralmente não é vendável. Um tribunal definiu um esquema em pirâmide, como «qualquer plano, programa, dispositivo, sistema ou outro processo caracterizado pelo pagamento de dinheiro pelos participantes da empresa, em troca de terem a benesse de vender um produto, e o direito de receber em troca, o recrutamento de outros participantes nos programas de recompensas, que não estão relacionados com a venda do produto para usuários finais.» (Frankel, 2012).

Segundo Cres (2014), o esquema de enriquecimento rápido, denominado por pirâmide financeira baseia-se no recrutamento de novos interessados, podendo apresentar-se de forma mais sofisticada, persuasiva e discretamente disfarçada, quando relacionado com a venda de produtos e serviços, recebendo, nesse caso, o nome de *marketing* multinível (MMN). Um esquema em pirâmide depende do fluxo de dinheiro e do recrutamento, tornando cada um dos seus elos, os denominados investidores, um elemento chave, cuja atividade e comprometimento com o esquema, são primordiais para o sucesso de todos, garantindo a esperança de que novos participantes recuperarão os seus desembolsos. A inclusão continuada de investidores cria camadas ou níveis de participantes à medida que novos aderentes vão sendo posicionados na base da estrutura, cuja representação acaba por ser a de uma pirâmide.

Deste modo, o esquema cria uma hierarquia entre investidores, com o crescimento da estrutura, determinando como cada um participará nos lucros. A matemática que envolve um esquema em pirâmide é simples; há muitos que perdem, para poucos alcançarem lucros maiores que os esperados, dependendo da atividade de recrutamento na base da estrutura. De acordo com a SEC, um esquema em pirâmide tem as seguintes características:

- Ênfase no recrutamento: o programa concentra-se exclusivamente em recrutamento de outras pessoas para participar no negócio, em contrapartida de uma taxa. Recebem-se mais compensações para o recrutamento de outras pessoas do que para as vendas do produto.
- Inexistência de um produto ou serviço genuíno para venda: o que se propõe ser vendido como parte do negócio, é de difícil quantificação, como os chamados serviços «*tech*» ou produtos, tais como *ebooks* ou de publicidade *online*, em *sites* pouco usados. Alguns fraudadores escolhem produtos exóticos para dificultar a existência de prova de que a empresa opera um esquema em pirâmide.
- Promessas de retornos elevados num curto período de tempo: geralmente só é possível quando o valor das comissões é pago com o dinheiro de novos recrutas, em vez de receitas geradas por vendas de produtos.
- Dinheiro fácil ou rendimento passivo: o suposto negócio oferece uma compensação em troca de pouco trabalho, tais como a realização de pagamentos, o recrutamento de outras pessoas, ou a colocação de anúncios *online* em sites obscuros.
- Não demonstram a receita de venda: é comum a renitência quando se pede para ver documentos, tais como demonstrações financeiras auditadas que mostrem que a empresa gera receita com a venda de seus produtos ou serviços. Regra geral, em empresas de MMN os lucros legítimos derivam principalmente da receita com a venda de produtos, e não a partir do recrutamento membros.
- Comissão de estrutura complexa: é espectável que as comissões sejam baseadas nas receitas provenientes da venda de produtos ou serviços, mas nestes esquemas apresenta-se uma comissão sobre as vendas efetuadas pelas pessoas que se recrutaram, mais as comissões por cada pessoa que consegue angariar, para o suposto negócio, aumentando a complexidade do número de comissões à medida que o negócio cresce.

Quando os fraudadores tentam ganhar dinheiro unicamente através do recrutamento de novos participantes num programa, ou seja um esquema em pirâmide, há apenas um possível resultado matemático - colapso. Supondo que um participante deve recrutar seis outros participantes, que, por sua vez, deve encontrar seis novos recrutas cada. Em apenas 11 camadas do *downline*, precisaria de mais participantes do que toda a população dos EUA para manter o esquema. A figura 1 mostra como todos os esquemas em pirâmide se desenvolvem e estão destinados a entrar em colapso:

Figura 1 – Funcionamento de um Esquema em Pirâmide



Fonte: SEC, 2015

Neste exemplo, podemos verificar, uma estrutura de treze níveis, em que cada participante tem a possibilidade de recrutar seis novos participantes abaixo dele. Estamos perante uma pirâmide constituída por 6 pessoas no primeiro nível, o nível superior; 36 pessoas abarcam o segundo nível, estando preparadas para assumirem a posição mais lucrativa no topo da pirâmide; 216 pessoas no terceiro nível; 1.296 participantes no nível seguinte; 7.776 pessoas no quinto nível. Os demais níveis evidenciam a ampliação da base da pirâmide. No sexto nível, seriam mais de 46 mil pessoas ligadas a mais de 279 mil participantes no nível abaixo. Por fim, na base da pirâmide, no oitavo nível, estariam mais de 1,6 milhão, contingente maior do que população de muitas cidades.

Caso esta pirâmide tivesse somente nove níveis, na sua base figurariam, mais de 10 milhões de pessoas, o equivalente à população de muitos países, como Portugal. Fica evidente que, dificilmente todos os participantes conseguirão ser atendidos, e que o esquema acaba por si só desgastado, esgotando o seu crescimento.

Segundo Cres (2014), as pirâmides estão fadadas ao fracasso, uma vez que, esgotada a adesão de novos aderentes, cessa o recrutamento e a movimentação dos recursos, e os participantes situados na base perdem o seu dinheiro. Estes jamais recuperarão o investimento inicial, e tampouco receberão a fortuna prometida pelos recrutadores. Estes, embora dependam de novas adesões, não reingressarão no esquema, provocando o colapso da estrutura. Assim, para que

um esquema de pirâmide funcione plenamente, é necessário que haja um número infinito de pessoas interessadas em participar neste esquema financeiro (Cres, 2014).

De acordo com Frankel (2014), a genialidade deste regime é que as vítimas pagam aos fraudadores por uma história, e pelo privilégio de vender essa história a outros, e não pagam uma vez, mas continuamente, contanto serem remunerados pelos seus recrutas. As vítimas tornam-se, em certa medida, fraudadores. Para distinguir um sistema de pirâmide a partir de um sistema de distribuição legítima a vários níveis, é necessário apenas descobrir quem está a comprar. Se os compradores são os consumidores, o sistema é um sistema de distribuição multinível. Se a maioria dos compradores são os distribuidores futuros, e se os mesmos estão a pagar pelo privilégio de venda, é provável que o sistema seja um esquema ilegal em pirâmide.

Segundo Cres (2014), no esquema Ponzi, o promotor tem o controlo e pode decidir, na maioria das vezes, quando descontinuar o esquema. Por outro lado, nas pirâmides financeiras, os promotores ou iniciadores não têm qualquer controlo sobre o andamento da movimentação financeira, no que depende das ações dos novos participantes. Outra diferença entre os dois tipos de fraude prende-se com a liberdade de escolha do promotor, ou seja, consiste no facto de o retorno financeiro obtido pelo participante num esquema Ponzi estar correlacionado, exclusivamente, com o capital por ele investido, contrariamente a uma pirâmide financeira, em que um investidor receberá retornos crescentes em função do número de novos participantes que entrem abaixo dele na estrutura da pirâmide. O esquema Ponzi funciona estritamente no contínuo pagamento dos primeiros participantes com os recursos oferecidos pelas entradas mais recentes, sem a preocupação com o recrutamento ou com a posição ocupada na estrutura por cada participante, mas sim com a entrada de novos recursos financeiros.

Naturalmente, esquemas Ponzi e pirâmides financeiras estão relacionados, porque ambos envolvem pagamentos aos participantes que estão no negócio há mais tempo, com o dinheiro dos participantes que estão ainda a entrar, sendo dessa forma irrelevante a transação com o ativo-objeto ou com os produtos envolvidos. No entanto, numa pirâmide, o aliciamento típico promete altos retornos depois de um único pagamento, restando ao participante tornar-se distribuidor de um produto, o que tipicamente não se trata de um produto genuíno ou competitivo no mercado. Quase sempre esse produto não existe ou somente pode ser vendido para outras pessoas se estas se tornarem distribuidores. O participante deve pagar uma taxa para estar envolvido no negócio e recrutar novos participantes e dessa forma lhe permitir receber pagamentos. Já nos esquemas Ponzi, aos participantes são oferecidos altos retornos com baixo ou mesmo nenhum risco, simplesmente ao entregarem os seus recursos para investimento num

negócio que não existe. Neste tipo de fraude, o retorno do participante depende proporcionalmente do capital investido e do tempo de participação, sem existir a necessidade de recrutar qualquer participante.

Outro aspeto de diferenciação destes dois tipos de fraude consiste no grau de interação com o promotor do negócio. Na pirâmide financeira, o participante não tem que necessariamente conhecer o promotor original, dado que os participantes mais recentes entram em níveis mais afastados do promotor. No esquema Ponzi, o participante tende a interagir diretamente com o operador do esquema, tornando todo o relacionamento mais pessoal, o que favorece a aplicação de atributos do promotor na conquista de investidores.

Por último, a velocidade do colapso, é também distinta, nas duas modalidades de fraude. Na pirâmide financeira, o colapso dá-se de imediato, dado que o negócio exige um crescimento exponencial no número de novos participantes a cada nível, o que se torna muito difícil ou mesmo impossível em certo momento. Por sua vez, os esquemas Ponzi podem apresentar um padrão e colapso mais lento ou podem oscilar no sentido do fim, dependendo de como os participantes reinvestam os seus ganhos e de como o operador lida com as primeiras oposições ao esquema (Cres, 2014).

A SEC identifica algumas diferenças comuns entre os dois tipos de fraude financeira:

Quadro 2 – Diferenças entre esquema em pirâmide e esquema Ponzi

	Esquema em pirâmide	Esquema Ponzi
Typical "hook"	Ganho de lucros elevados, fazendo um pagamento e encontrando outras pessoas para se tornarem distribuidores de um produto. O esquema normalmente não envolve um produto genuíno. O suposto produto pode não existir ou pode ser "vendido" apenas para outras pessoas que também se tornam distribuidores.	Ganho de altos retornos de investimento com pouco ou nenhum risco, bastando entregar o seu dinheiro; muitas vezes o investimento não existe ou apenas uma pequena percentagem dos fundos recebidos são realmente investidos.
Pagamentos	Deve pagar uma única vez ou uma taxa de participação recorrente e recrutar novos distribuidores para receber pagamentos.	Recrutamento necessário para receber pagamentos.
Interação com o promotor inicial	Às vezes nenhum. Novos participantes podem entrar no esquema de pirâmide em diferentes níveis.	Promotor geralmente interage diretamente com todos os participantes.
Como o esquema funciona	Fundos de novos participantes são usados para pagar comissões de recrutamento para os participantes anteriores.	Os fundos dos novos investidores são usados para pagar os retornos pretendidos para os investidores anteriores.
Colapso	Rápido. É necessário um aumento exponencial do número de participantes em cada nível para evitar o colapso.	Pode ser relativamente lento, se os participantes existentes reinvestirem o dinheiro.

Fonte: Adaptado SEC, 2015

V Capítulo – Três casos de esquema Ponzi

«A new rainbow had come within my range of vision. The most spectacular I ever saw. With renewed energy and enthusiasm, I chased after it. I caught up with it. When I did, I found fifteen million dollars at the end of it. I should have called it a day. And quitted while the quitting was good. I didn't. Hence, this story.»

Charles Ponzi

5.1 Charles Ponzi

Numa procura constante de ideias que atrairiam investidores, Charles Ponzi teve uma ideia inteligente para ganhar dinheiro, de forma fácil e rápida. Ponzi foi responsável pela correspondência trocada com o exterior na empresa *Wichita Falls Motor Truck Company*, e aprendeu sobre o funcionamento dos cupões de resposta, postais internacionais que ele julgava serem reembolsáveis pela emissão dos governos nas suas próprias moedas (Frankel, 2012).

Estes cupões eram pequenos pedaços de papel que se enviam pelo correio para o estrangeiro, podendo o destinatário responder sem ter de pagar o selo (Sander, 2009). Em agosto de 1919 - numa altura em que o mundo estava a viver o rescaldo da Primeira Guerra Mundial - Ponzi recebeu uma carta de Espanha com um cupão de resposta internacional preso no canto e *«at the top, the value appeared in Spanish and read: "30 centavos"»* (Ponzi, 1935), ou seja, havia sido adquirido em pesetas por um sexto do valor pelo qual poderia trocá-lo, em dólares, nos EUA (Cres, 2014). No verso do cupão estava uma legenda *«This coupon may be exchanged at any post-office of any country in the Universal Postal Union for a postal stage of the value of 25 centimes, or its equivalente.»* (Ponzi, 1935) e Charles Ponzi identificou assim uma oportunidade de negócio, onde acreditou que lhe poderia trazer lucros enormes, beneficiando das tarifas postais em diferentes países, para comprar cupões de resposta internacional, de forma mais barata num país e trocá-los por selos de um valor mais elevado noutro país (Kotz, 2014).

A autora Tamar Frankel expõe o seguinte exemplo para ilustrar o raciocínio do cálculo que Ponzi terá verificado: *«[...] [H]e would buy 100 stamps for 100 Italian lire, which are worth, say, \$20. If the price of the lire rose and their value increased to \$30, he would surrender the stamps for the 100 lire and buy dollars with the lire, at a profit of \$10 - or a 50 percent return.»* (Frankel, 2012, 15) No papel estes cálculos pareciam convincentes, e o esquema previsto executou-se, uma vez que se apresentava como sendo simples, aparentemente infalível e legal. No entanto, o plano carecia de recursos para comprar uma quantidade adequada de cupões, para ser bem-sucedido a longo prazo.

Num primeiro teste de investimento, Ponzi converteu uma quantidade de dólares (segundo a SEC foi um investimento de 30 dólares) em liras italianas e adquiriu cupões desse valor, nessa moeda, tendo como retorno previsto 400 por cento por operação (Cres, 2014). A duração necessária para terminá-la, dependia de fatores como a velocidade em que se daria a transferência dos recursos para Itália e do trânsito da correspondência, as idiosincrasias das instituições postais de cada país, o tempo exigido pelos correios dos EUA para remir os cupões em selos, e não em dinheiro como Charles Ponzi inicialmente pensava (Cres, 2014). Os gastos de maior peso da transação eram as taxas bancárias no envio do capital para os outros países e as oscilações nas taxas de câmbio, que reduziam o lucro previsto devido à volatilidade do valor dos cupões de resposta internacional. Todavia, Ponzi lançou o seu projeto sem hesitação e com o maior entusiasmo, mesmo sem ter um planejamento a longo prazo (Frankel, 2012).

Atividade da *Securities Exchange Company*

Charles Ponzi começou por aliciar pessoas do seu ciclo familiar e amigos, na cidade onde vivia, em *Boston*, para a excelente oportunidade de investimento do seu negócio, conseguindo angariar os primeiros fundos. O número de investidores começou a aumentar, à medida que os primeiros iam recebendo o pagamento prometido, e por isso, passavam a palavra a pessoas próximas para estas também terem a oportunidade de usufruir do vantajoso lucro, seguro e sem risco. Cres (2014) refere que é no momento em que Ponzi atinge os «15 investidores, representando um montante de 870 dólares para a aplicação no seu negócio postal [...] que [...] resolveu estabelecer-se para captar mais recursos». Charles Ponzi afirmou «*I realized that I needed a certain prestige. Such as a firm name lends. Because it has the appearance of greater stability. And so, I decided to form a company.*» (Ponzi, 1935, Chapter XIII).

Ironicamente, a empresa de Ponzi viria a chamar-se *Securities Exchange Company* (Kotz, 2014) tendo Charles Ponzi prometido aos seus clientes, segundo o *site* da SEC, «um lucro de 40% em apenas 90 dias, à vista das contas de poupança bancárias.» Em resultado desta oferta de investimento proposta por Ponzi, formaram-se filas de investidores ávidos por saírem de uma situação financeira aflitiva e, se possível, enriquecerem rapidamente. Na porta 27 da *School Street*, onde se localizava a empresa, começou o negócio mais fabuloso e auspicioso (Ponzi, 1935, Chapter XIV).

Célere crescimento do esquema Ponzi

Charles Ponzi, convencendo parentes e amigos a investir nas suas notas promissórias, prometeu um retorno de 10 por cento ao um mês, quando os bancos estavam a pagar cerca de 5 por cento ao ano (Frankel, 2012). O investimento era formalizado por meio de notas promissórias assinadas por Ponzi, sendo esta a única garantia do negócio (Cres, 2014). Foi nos últimos dias de 1919, que o grupo de 15 pessoas emprestou dinheiro a Charles Ponzi, representando o montante acima referido de 870 dólares, para a aplicação do seu negócio postal. Até 1 de janeiro de 1920, tinha exatamente 18 investidores, representando um montante total de 1.770 dólares, e na segunda semana de fevereiro pagou a estes investidores 2.478 dólares (Ponzi, 1935, Chapter XIV).

Quando Charles Ponzi começou a pagar esse retorno incrível, outros investidores bateram à sua porta, trazendo milhões (Frankel, 2012). Desde então, o número de investidores cresceu exponencialmente e de forma constante (Ponzi, 1935, Chapter XIV). Milhares de pessoas queriam comprar as notas promissórias que Ponzi emitia, sem qualquer limitação de valores, surgindo longas filas, estendidas por vários quarteirões (Cres, 2014). Ponzi decide contratar mais 12 funcionários para atender a multidão de investidores.

Em maio desse ano, mais de duas mil pessoas emprestaram perto de meio milhão de dólares a Charles Ponzi. Sem ter onde colocar este dinheiro, todo o espaço do escritório servia, desde sacos em armários e gavetas até cestos de lixo (Cres, 2014). No final de julho, a *Securities Exchange Company* tinha recebido quase 15 milhões de dólares em depósitos, de exatamente 30.219 investidores. (Ponzi, 1935, Chapter XIV). A especulação de divisas dos selos não poderia ser materializada em tal escala, e em todo o caso, o investimento não chegava perto dos 15 milhões de dólares que os investidores lhe haviam confiado. (Frankel, 2012). Não está esclarecido quanto Charles Ponzi terá investido no seu empreendimento, embora uma publicação da SEC tenha sugerido que o seu investimento ascendeu a cerca de 30 dólares (SEC, 2015).

Manutenção do esquema de Charles Ponzi

Em pleno verão nos EUA, os termómetros aqueciam e a economia também seguia quente em *Boston*. Charles Ponzi estava no centro das atenções da população, que entusiasmada pelo aparente sucesso do esquema de enriquecimento rápido, alimentava as longas filas de investidores na *Securities Exchange Company*. Todo este frenesim em torno de Ponzi levou as

autoridades municipais, estaduais e federais a questionarem-se sobre o negócio de Charles Ponzi, ao mesmo tempo que os jornais passaram da admiração à desconfiança do investimento dos cupões de resposta internacional.

Nos últimos dias de julho de 1920, o jornal *Boston Post* publicou um artigo, no qual demonstrava que o negócio com os cupões de resposta internacional não era sustentável, porque a quantidade de cupões resgatados, nos EUA, naquele período, era insuficiente para compor o volume de recursos que Charles Ponzi vinha transacionando, colocando mesmo em causa a legitimidade do investimento da *Securities Exchange Company* (Cres, 2014). Esta notícia provocou a primeira corrida de investidores à porta 27 da *School Street* para resgatarem o seu dinheiro, e o início de uma auditoria aos livros contabilísticos pelas autoridades. Em 27 de julho, o governador do Estado de *Massachusetts*, Calvin Coolidge, determinou ao procurador-geral do Estado, J. Weston Allen, que realizasse uma auditoria completa às atividades de Ponzi (Cres, 2014).

Charles Ponzi enfrentou a primeira fase de resgates com otimismo e confiança. Declarou aos jornais que pagaria a todos os investidores que se dirigissem à *Securities Exchange Company* (Cres, 2014). Ofereceu cachorros quentes e café aos investidores que aguardavam do lado de fora dos escritórios da sua empresa, enquanto, com simpatia e um sorriso, ia tranquilizando os depositantes quanto ao rumo do seu negócio. Ponzi causou uma imagem positiva, e muitos investidores chegaram mesmo a mudar de ideias. Àqueles que desejavam a restituição do valor das notas promissórias, Charles Ponzi pagou a todos com cheques do seu recém-comprado banco, *Hanover Trust Company* (Ponzi, 1935, Chapter XVIII). Além de ter suportado bem a corrida de investidores para resgatarem o seu dinheiro, Charles Ponzi colaborou com as autoridades na realização dos trabalhos de auditoria, prestando todas as informações solicitadas (Cres, 2012). Embora estas atitudes tenham ajudado a recuperar um pouco do seu prestígio, o jornal *Boston Post* continuou a noticiar a investigação que havia desenvolvido sobre o negócio de Charles Ponzi.

Declínio do esquema de Ponzi

Numa segunda-feira, 2 de agosto de 1920, o jornal publicou um artigo, com o título de capa «Ponzi irremediavelmente insolvente» (Ponzi, 1935, Chapter XXVII). O jornal verificou com a União Postal Universal (UPU) (vide Anexo III) os registos de distribuição e resgate de cupões

de resposta internacional, descobrindo que a UPU havia emitido à volta de um milhão de cupões num ano, no total de 58 mil dólares, uma quantia muito abaixo daquela movimentada por Ponzi (Cres, 2014).

Em Nova Iorque, o número de cupões resgatados equivalia a 370 dólares (Cres, 2014). Representantes dos Correios dos Estados Unidos declararam oficialmente que «não há negócio algum, tal qual Charles Ponzi declara estar a conduzir, em curso em qualquer lugar do mundo, seja com cupões de resposta internacional ou com ordens de pagamento, em qualquer taxa de câmbio» (Cres, 2014). Consequentemente a corrida aos «depósitos» ganhou novo vigor e Ponzi afirmou que: «*for the next two or three days I paid out close to two millions.*» (Ponzi, 1935, Chapter XXVII).

Os auditores proibiram Charles Ponzi de contrair novos empréstimos, para ter recursos disponíveis para pagar resgates e eventuais novas operações ou investimentos, até ao término do trabalho de auditoria, e este declarou-lhes ter-se esquecido de indicar outros ativos de que dispunha, os quais provariam que a sua condição financeira era de total solvência (Cres, 2014). No entanto, quando o procurador-geral sugeriu auditar os seus ativos, Ponzi opôs-se. Diante esta recusa, os trabalhos de auditoria ficaram por ali, uma vez que tinham carácter voluntário (Cres, 2014).

Colapso do esquema de Ponzi

Quando os rumores de que Charles Ponzi estava falido subiram de tom, e os investidores clamaram pelo seu dinheiro, ele pagou-lhes rapidamente, para reduzir as suas obrigações com retornos mais elevados, o que contribuiu para ir esgotando os seus recursos (Frankel, 2012). O comissário do setor bancário, Joseph C. Allen, deu início a uma nova investigação, em 27 de julho, que visava, por um lado, obter informações sobre as operações do *Hanover Trust Company*, uma vez que o banco operava várias contas de Ponzi e este detinha uma participação de 38 por cento do capital social, e por outro, alargar a investigação a outros bancos onde Charles Ponzi tinha contas, sendo a sua expectativa que os saldos dessas contas fechassem negativas, já na segunda-feira dia 9 de agosto (Cres, 2014). De facto, confirmou-se a previsão do comissário do setor bancário, e nesse dia o advogado de Ponzi avançou com o processo de falência, tendo a *Securities Exchange Company* encerrado definitivamente (Ponzi, 1935, Chapter XXVII).

A 12 de agosto, Charles Ponzi foi detido pelas autoridades, com base na acusação de fraude postal (Cres, 2014). Foi condenado e enviado para a prisão; quando se encontrava em liberdade, foi deportado para sua terra natal, em Itália (Frankel, 2012).

Valores do esquema de Ponzi

Em suma, durante todo o período do negócio, Charles Ponzi operou 15 milhões de dólares, honrou o pagamento das notas promissórias em aproximadamente 5 milhões de dólares, deixou pendente o pagamento de 7 milhões de dólares e obteve um ganho de 3 milhões de dólares (Ponzi, 1935, Chapter XXV). Considerando o processo inflacionário da moeda norte americana e utilizando a atualização de preços em 2016, através do índice de preços ao consumidor (*CPI – Consumer Price Index*), estima-se que teriam sido entregues a Charles Ponzi cerca de 204 milhões de dólares, ele teria pago aproximadamente 68 milhões de dólares aos seus investidores, registrando um buraco à volta dos 95,8 milhões de dólares e um proveito a rondar os 41 milhões de dólares (*US Inflation Calculator*, 2016).

5.2 Bernard Madoff

Bernard Lawrence Madoff nasceu em 29 de abril de 1938, na zona de *Laurelton* do bairro de *Queens*, em Nova Iorque, no seio de uma família judia de classe média (Sander, 2009). Os seus pais, Ralph e Sylvia, tiveram uma pequena empresa de corretagem, que cancelaria o seu registo no início dos anos 60. Relatórios da SEC dizem que Ralph Madoff era corretor de títulos, com problemas de impostos, devendo cerca de 13 mil dólares (o equivalente a cerca de 105 mil dólares, atualmente). Bernard Madoff teve uma infância e adolescência aparentemente calma, sem sobressaltos e sem se verificar uma grande dedicação às atividades escolares. Bernard Madoff passava bastante tempo na praia, acabando por conseguir um emprego como nadador-salvador no *Silver Point Beach Club*. Esse emprego, que inspirou o título de um artigo na revista *Feiden*, contribuiu para os cinco mil dólares, (atualizando através do CPI, a preços de 2016, representa o montante de 40 mil dólares), que supostamente ganhou e investiu no seu primeiro negócio no mercado de valores mobiliários (Sander, 2009). Bernard Madoff frequentou a Faculdade de Direito, mas sem ter concluído o curso. No início dos anos sessenta, casou-se com Ruth, com quem teve dois filhos, Mark e Andrew. Em 1960, Madoff constituiu a própria empresa

de investimentos, denominada por *Bernard L. Madoff Investment Securities* (BMIS), com um capital social de cinco mil dólares, que tinha ganho trabalhando como nadador-salvador e instalando sistemas de irrigação.

Empresa familiar

Desde o início, a BMIS caracterizou-se por ser uma empresa familiar, gerida inicialmente por Bernard e Ruth, que era a responsável pela contabilidade (Sander, 2009). A atividade da empresa era a negociação de títulos. Em 1965, o irmão mais novo de Bernard Madoff, Peter, entrou para a empresa antes de ter obtido o diploma de Direito. Peter teve uma filha chamada Shana, a qual veio a integrar-se nos quadros da BMIS, em 1995, como advogada, e em 2007 casou com o antigo regulador do mercado de valores mobiliários, Eric Swanson. Bernard e Peter tinham uma irmã, de nome Sondra, tendo o seu filho, Charles Weiner, entrado na empresa em 1978, acabando por se tornar diretor administrativo. Após a conclusão das suas licenciaturas, Mark e Andrew também entraram para a empresa do pai, em 1986 e 1988, respetivamente. Mark chegou a codiretor de transações, especializando-se em títulos cotados, e Andrew também geriu operações de transações para a BMIS, concentrando-se principalmente nas empresas do mercado *Nacional Association of Securities Deals Automated Quotations System* (NASDAQ), ocupando um cargo no Conselho Consultivo para o Plano Tecnológico do NASDAQ.

O negócio da BMIS

De acordo com Sander (2009), nos anos 60, não existiam plataformas de transações eletrónicas, computadorizadas e ligadas em rede, nem o acesso direto e fácil aos mercados, para a negociação de ações, como existe atualmente. Nessa altura, existiam menos intervenientes no mercado bolsista de Nova Iorque, e o número de ações transacionados também eram menores. Bernard Madoff começou a negociar valores mobiliários nas folhas cor-de-rosa – eram folhas impressas, diariamente, em papel cor-de-rosa, pelo Gabinete Nacional de Cotações, que listavam as cotações das ações pelos corretores, e onde cada cotação indicava o nome do corretor, a ação e os preços de *bid* (compra) e de *ask* (venda). O preço de compra mais baixo era o preço que o corretor pagaria pelas ações, e o preço de venda mais alto era o preço pelo qual venderia as ações que um investidor quisesse comprar. A diferença, ou margem, representava o lucro que o

corretor fazia com esse título. As folhas cor-de-rosa⁴ eram uma forma legítima de transacionar ações de empresas mais pequenas, sem volume suficiente para serem cotadas na Bolsa de Nova Iorque ou que não cumpriam os requisitos da SEC. Enquanto corretor de folhas cor-de-rosa, Bernard Madoff terá ganho dinheiro com a compra e venda de ações de empresas mais pequenas, sem serem cotadas na Bolsa de Nova Iorque. Mais tarde, Bernard Madoff começou a competir diretamente com as bolsas maiores, transacionando manualmente, e depois eletronicamente, para clientes de corretores. Nessa época, trouxe o seu irmão Peter para o negócio, e compreendeu que, ao informatizar e automatizar as bolsas pequenas, poderia concentrar-se nas maiores, onde as margens eram mais atrativas. Desta forma, começou a criar um modelo eletrónico que gerou uma revolução em todos os mercados, ao construir a base tecnológica que ajudaria a definir o NASDAQ, tal como é hoje em dia (Sander, 2009).

Ascensão de Bernard Madoff

Segundo Sander (2009), Bernard Madoff foi um pioneiro com grandes ideias, ganhando dinheiro, boa reputação e prestígio no mercado bolsista de Nova Iorque. Uma vez obtida uma sólida reputação, como um dos pioneiros, líderes e negociadores mais proeminentes de *Wall Street*, Bernard Madoff assumiu posições de liderança em organizações de relevo do mercado financeiro. Trabalhou na Associação Nacional de Corretores de Bolsa, uma associação do setor do mercado de valores autorregulado (atualmente conhecida como FINRA – *Financial Industry Regulatory Authority*). Foi vice-presidente da *National Association Securities Dealers* (NASD), bem como membro do seu conselho de administração e presidente da seção de Nova Iorque. Bernard Madoff desempenhou também funções de liderança na comissão de transações da Associação do Mercado de Capitais, nos anos 90 e início dos anos 2000, representando firmas de corretagem em discussões com reguladores sobre as regras de negociação para as transações eletrónicas e para as novas redes tecnológicas. Assumiu vários cargos na administração do Mercado Acionista NASDAQ, participando na comissão executiva e atuando como presidente da sua comissão de transações, tendo sido presidente do conselho de administração (Sander, 2009).

⁴ Atualmente, são transacionadas em folhas cor-de-rosa eletrónicas as ações de empresas legítimas que preferem não passar por todo o processo de cumprimento de requisitos requeridos pela Comissão de Valores Mobiliários americana e pela *Sarbanes-Oxley*, como é exemplo a Adidas.

Operando em esquema Ponzi

Bernard Madoff reconheceu que a sua atividade se resumia a gerir um esquema Ponzi, e entregou-se às autoridades quando o seu esquema colapsou. A questão que persiste, até hoje, em relação à fraude de Bernard Madoff é: quando terá começado a operar em esquema Ponzi? Nenhum autor avança com uma data específica, nem o próprio Bernard Madoff clarifica esse ponto, embora tenha afirmado que, eventualmente, tenha iniciado o esquema Ponzi em 1992 - existindo quem defenda que essa foi uma data usada como estratégia para efeitos de defesa em julgamento (Henriques, 2012).

Neste trabalho apenas serão mencionados factos ocorridos ao longo da atividade da BMIS, através da recolha de dados de vários autores, do testemunho de Harry Markopolos e da sentença proferida no Tribunal de Nova Iorque, a 29 de junho de 2009.

Segundo Henriques (2012), em 1962, quando a corretora BMIS tinha apenas dois anos, Bernard Madoff investiu dinheiro de algumas dezenas de familiares, amigos e amigos de parentes. Em maio daquele ano, o mercado de ações atingiu uma bolha, embora não tenha sido um acontecimento que ficou marcado na história do mercado bolsista, na época foi a pior semana no mercado desde o *crash* de 1929. Bernard Madoff tinha colocado o dinheiro dos seus clientes em novos e frágeis títulos no mercado de venda livre (*over-the-counter* OTC) e foi exterminado. Confrontado com uma escolha, entre admitir o fracasso - revelando que tinha perdido o dinheiro dos seus clientes -, ou cobrir esses prejuízos de modo a que os seus clientes pensassem que Bernard Madoff era um génio, ele não hesitou. Bernard Madoff cobriu as perdas, e mentiu sobre isso (Henriques, 2012).

Bernard Madoff afirma que, após o *crash* de 1987, alguns de seus maiores investidores individuais entraram em pânico e resgataram o seu dinheiro, apesar de terem garantido que iriam reinvestir os seus lucros. Bernard Madoff declarou que se esforçou e que foi honesto até 1992, mas a partir dessa data não conseguiu gerir o fluxo de caixa por mais tempo e começou a misturar os fluxos de dinheiro com um esquema Ponzi.

Henriques (2012) sugere a teoria de que quando o mercado permitiu a Bernard Madoff ser visto como um génio, através da negociação honesta, foi honesto; quando isso não era possível, Bernard Madoff deixou de o ser, recorrendo a um fundo de valores com um funcionamento típico de um esquema Ponzi.

Captando recursos

De acordo com Sander (2009), os primeiros clientes de Madoff eram membros da sua família e pessoas que o seu sogro conhecia. A fraude por afinidade foi um veículo essencial na carteira de clientes da BMIS, desde o início. Neste caso, o grupo alvo de Bernard Madoff foi a comunidade judaica, da qual ele próprio fazia parte. Muitos dos seus clientes tinham ligações com negócios, círculos sociais e filantrópicos dentro da comunidade judaica. Bernard Madoff teve bons amigos e mentores ao longo do caminho, tais como o magnata do vestuário Carl Shapiro, que o tratou como um filho, tendo-lhe entregue os seus investimentos, quase desde o início. Com o crescente prestígio no circuito de *Wall Street*, foram vários os grandes clubes de judeus do país a aguardar a oportunidade para investir com Bernard Madoff, assim como algumas instituições de caridade judaicas e universidades (Sander, 2009).

Crescimento exponencial do esquema de Madoff

Como é característico nos esquemas Ponzi, após o pagamento dos primeiros reembolsos aos investidores iniciais, estes comentam o investimento bem-sucedido que fizeram com Bernard Madoff. Num ambiente social e descontraído, como jantares de beneficência, partidas de golfe, regatas de vela, os investidores mencionam aos seus pares a solidez e os ganhos obtidos através dos investimentos do Bernard Madoff, despertando o interesse dos demais, que passam a também querer investir com ele.

Segundo Sander (2009), Bernard Madoff deu inicialmente nas vistas e ganhou dinheiro a transacionar valores mobiliários de venda livre não cotadas em bolsa, ou não cotados na Bolsa de Nova Iorque – primeiro, com folhas cor-de-rosa e depois, à medida que a tecnologia evoluía, por telefone, telégrafo e finalmente por computador. Todavia, também compreendeu a possibilidade de transacionar ações maiores, juntamente com os grandes intervenientes, ao estabelecer a sua própria banca de transações para os valores mobiliários da Bolsa de Nova Iorque (Sander, 2009). Revelador de um instinto nato na negociação de títulos, pioneiro no desenvolvimento da negociação de títulos computadorizado e dinamizador na criação do mercado bolsista do NASDAQ, Bernard Madoff é, aos olhos de todos, um homem de capacidade impar na negociação de títulos no mercado financeiro. Bernard Madoff é visto como um homem de confiança e competente para gerir e fazer crescer as economias de uma elite abastada que, para além dos lucros e segurança, valoriza a redução de riscos de eventuais perdas que o mercado bolsista tem registado ao longo da sua história.

Nessa altura, a lista de interessados cresce a bom ritmo, para além da vontade dos investidores em carteira de manter e renovar o investimento do capital inicial, e em alguns casos, chegando mesmo a aumentar significativamente o montante a investir com Bernard Madoff.

Fase de captação

De acordo com um contabilista de *Palm Beach*, chamado Richard Rampell, com o passar dos anos, o investimento mínimo aumentava continuamente, passando de um milhão para cinco milhões de dólares, e depois para dez milhões dólares. Mais, «como a rendibilidade se mantinha constante... começou a surgir uma certa mística em torno de Madoff no clube» e toda a gente queria entrar (Sander, 2009). Alguns investidores tinham mesmo receio de retirar os fundos, e até o dinheiro que haviam ganho, com medo de não conseguirem voltar a investir no fundo, devido essencialmente à mensagem de exclusividade em investir com Bernard Madoff difundida pelos seus mensageiros.

Os potenciais investidores queriam entrar, mas a estratégia de captação de recursos seguida, levava a que Bernard Madoff, ou os seus promotores, os fizessem esperar pela sua vez e, por isso, sentiam-se ainda melhor quando finalmente entravam naquele clube tão exclusivo (Sander, 2009). Bernard Madoff tinha uma compreensão íntima dos seus investidores e de como trabalhar com eles, criando uma eficaz «estratégia de penetração» para se infiltrar no mercado, o que segundo Sander (2009), é aterrador. O próprio Bernard Madoff infiltrou-se nos círculos dos clubes de campo judeus e lançou uma rede bastante mais alargada, nacional e internacionalmente, através dos denominados fundos de alimentação e de promotores de confiança, alguns dos quais eram membros de outras redes familiares (Sander, 2009).

Para começar a expandir para além do seu próprio círculo de influências nos clubes de campo, num primeiro momento, Bernard Madoff cortejou organizações de caridade, a maioria das quais era judaica, de carácter local e regional, quer em Nova Iorque quer na Florida, tornando-se num dos doadores. Mais tarde chegava a membro da administração e, por fim, era escolhido para gerir os fundos dessas organizações, na totalidade ou em parte. Num segundo momento, criou uma rede dos denominados fundos de alimentação e de promotores, para angariarem ainda mais investidores (Sander, 2009).

Assim, com o passar do tempo, Madoff começou a captar recursos em dinheiro de *hedge funds*, e as suas vítimas incluíram israelitas, árabes, industriais latino-americanos, banqueiros suíços,

famílias com *pedigree*, como a Greenwich, e vários fundos de pensões (Henriques, 2012). À medida que o tempo passava, especialmente nos anos 90 e 2000, Madoff alargou o seu alcance, procurando seduzir um maior número de novos investidores, conseguindo angariar um conjunto ainda maior e mais diversificado de investidores (Sander, 2009). Bernard Madoff, enquanto gestor e operador de um esquema Ponzi, distingue-se dos outros fraudadores por ter conseguido, durante décadas, atrair para o seu esquema clientes sofisticados e institucionais.

Gerindo um investimento em forma *hedge fund*

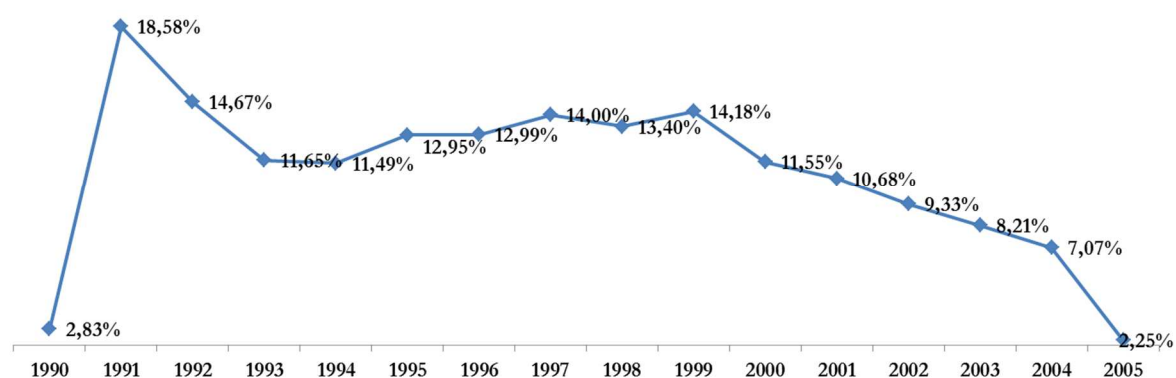
De acordo com Markopolos (2009), Bernard Madoff assumia-se como gestor de um *hedge fund* e descrevia a sua estratégia como concentrando-se em ações do índice *Standard & Poor* (S&P) 100. Apresentou, em média, uma rentabilidade anual de 10,5 por cento, ao longo dos últimos 17 anos de vida do esquema. Com efeito, Markopolos, no seu memorando enviado à SEC, em 2005, sublinha o facto de Bernard Madoff apenas ter sofrido sete quebras mensais nos últimos catorze anos. No seu testemunho, Markopolos explica que, no período de 1991 a 2001, os retornos registados do fundo *Fairfield Sentry* eram de dois dígitos, conforme quadro e gráfico abaixo. Todos os anos subsequentes, os retornos estavam na casa de um dígito, um sinal claro de que Bernard Madoff precisava de cortar os pagamentos aos investidores antigos, a fim de economizar dinheiro para manter o seu esquema, uma técnica comum de manutenção do esquema Ponzi.

Quadro 3 – Retornos anuais do fundo *Fairfield Sentry*

Annual Returns															
1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
2,83%	18,58%	14,67%	11,65%	11,49%	12,95%	12,99%	14,00%	13,40%	14,18%	11,55%	10,68%	9,33%	8,21%	7,07%	2,25%

Fonte: Adaptado, *Attachment 1: Fairfield Sentry Performance Data*, 2005

Gráfico 1 - *Fairfield Sentry Performance Data*



Fonte: Adaptado, *Attachment 1: Fairfield Sentry Performance Data*, 2005

Numa entrevista de 1992 concedida ao *Wall Street Journal*, Madoff descrevia a sua estratégia:

Nos anos 70, colocara os fundos investidos em posições de arbitragem convertidas em ações das maiores empresas, com grandes capitalizações bolsistas, com rendibilidades de investimento prometidas entre 18% e os 20% [e] com início em 1982, começou a utilizar contratos de futuros sobre o índice de ações, tendo dito que negociava também em opções *put* (instrumento financeiro que se valoriza com a descida de outro ativo) sobre o índice durante a queda do mercado bolsista de 1987.

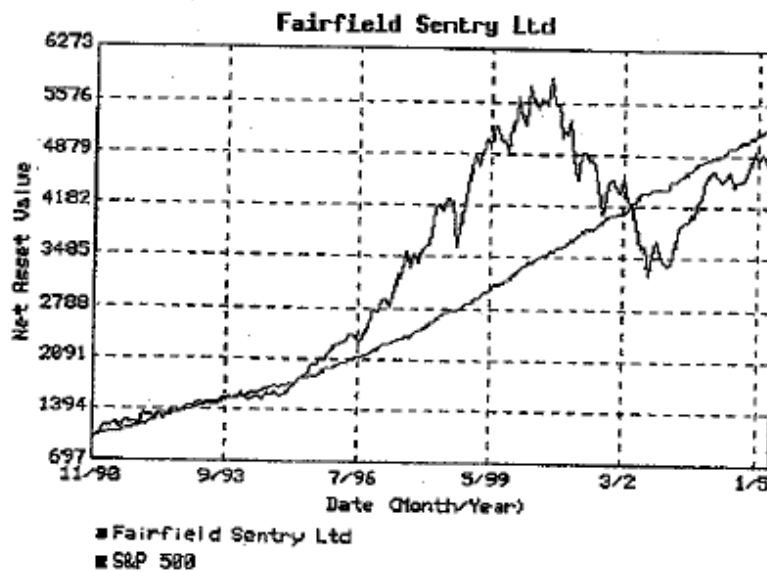
De acordo com a análise de Sander (2009) a alguns documentos e entrevistas, que surgiram depois do eclodir do escândalo, a sua estratégia principal, ou pelo menos a sua estratégia anunciada, era investir nas ações principais do S&P 100 (nas maiores empresas americanas) e empregar estratégias de opções relativamente simples, para reforçar a rendibilidade. Bernard Madoff evitou exageros de publicidade de rendibilidades espantosas e criou um fundo, ou a imagem de um fundo, com rendibilidades estáveis e sólidas, mas relativamente modestas, não havendo muita informação sobre o fundo. Esperava-se que as pessoas soubessem das suas vantagens e da sua consistência através da informação difundida de boca-em-boca. Esta era outra característica da marca Madoff: uma marca que representava confiança, exclusividade e o privilégio de se conseguir entrar nos círculos onde se era reconhecido (Sander, 2009). Bernard Madoff, enquanto gestor de um *hedge funds premier*, conseguiu manter o seu esquema Ponzi sem suspeitas, ao afirmar que utilizava a estratégia de conversão *split-strike*, o que permitia obter fluxos de retorno excepcionalmente estáveis e com baixa volatilidade.

Markopolos (2009) observa que existem muitas partes móveis nesta estratégia e que é complexa o suficiente, «que até mesmo profissionais de mercados de derivados com experiência teriam dificuldades em manter o controle em todas as partes móveis e compreendê-las na totalidade». Por outro lado, Bernard Madoff sabia que a maioria dos investidores não iria perceber esta negociação, e teriam vergonha em admitir a sua ignorância financeira. Deste modo, Bernard Madoff teria menos perguntas para responder. Em esquemas Ponzi, o operador nunca quer que as vítimas compreendam o negócio, nem que lhes coloquem muitas questões.

O esquema Ponzi, para se manter, necessita de quantidades de dinheiro novo, cada vez maiores. Uma forma para se obter mais recursos financeiros, é criar um novo produto igualmente atrativo quando comparado com o já implementado. Bernard Madoff percebeu que uma forma de manter o seu esquema a funcionar era estabelecer parcerias com fundos de investimento com prestígio junto dos investidores e, a partir daí, criar uma rede de fundos de alimentação, através de operações de fundos de fundos, usadas para canalizar ou alimentar os investimentos para o seu esquema. É exemplo disso a *Fairfield Greenwich* (foi a maior perda individual do colapso do esquema de Madoff, no valor de 7,5 mil milhões de dólares), uma família de fundos, constituída nos anos 80, na sequência da fusão de duas empresas, uma pertencente a um bancário executivo e outra a um antigo advogado especialista da divisão de aplicação de regulamentação da SEC.

A partir do início dos anos 90, a *Fairfield Greenwich*, detentora do prestigiado fundo *Sentry Fund*, começa a trabalhar com Bernard Madoff. Desde então, o fundo *Fairfiel Sentry Ltd* apresentou uma linha em sentido ascendente, de uma forma constante, de dezembro de 1990 a maio de 2005, apesar do indicador S&P 500, ter registado valores inferiores, comparativamente a esse fundo desde 2002, conforme gráfico abaixo:

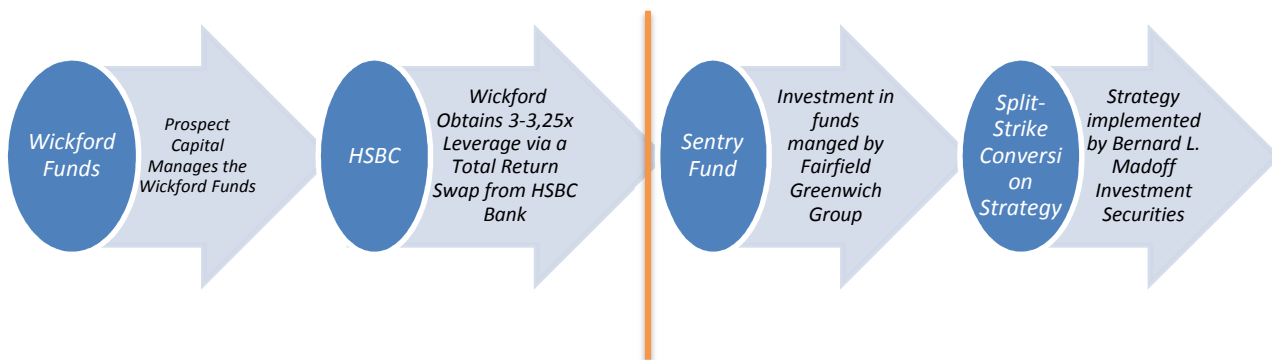
Gráfico 2 – Desempenho da *Fairfield Sentry Ltd*



Fonte: *Attachment 1: Fairfield Sentry Performance Data, 2005*

Em junho de 2005, Frank Casey (gestor de fortunas, com um *hedge fund* de 5 mil milhões de dólares) enviou a Markopolos informação, mostrando que Bernard Madoff estava a tentar emprestar fundos, a partir de um importante banco europeu. Esse foi o primeiro sinal de que Bernard Madoff estava a fazer esforços para manter vivo o seu esquema Ponzi. Em abril de 2007, é lançado um novo fundo denominado *Wickford Fund LP*, que prometia reembolsar um *swap* entre 3-3 ¼ vezes, e tinha como verdadeira função alimentar o esquema Ponzi de Bernard Madoff, através do método exposto na figura abaixo:

Figura 2 - Prospeto do fundo *Wickford*



Fonte: Adaptado, *Prospect Capital - Wickford Fund LP, 2007*

O *Wickford Fund LP* apresentou-se com características de rentabilidade atrativa, numa altura em que o mercado financeiro estava instável e dava os primeiros sinais de queda, na sequência da crise *subprime*⁵.

Quadro 4 – Rendibilidade expectável do fundo *Wickford*

Outperformance	Grenwich Sentry (Un-Leveraged)	Wickford LP (Leveraged)
Average Monthly Return	0,86%	1,66%
% Improvement		92%
Months Improved		68%
Months Worsened		32%
Wort Draw-Down Period	-0,15%	-2,38%
Positive Months	94%	75%
Negative Months	6%	25%

Fonte: Adaptado, *Prospect Capital - Wickford Fund LP*, 2007

Este foi outro sinal de que Bernard Madoff estava com poucos recursos e falta de novos fundos para manter o seu esquema Ponzi a funcionar. A fim de manter o pagamento de fundos para os investidores existentes, um operador de esquema Ponzi deve assegurar que os novos fundos estão continuamente a entrar, para compensar a saída de pagamentos a investidores antigos. Criar um produto de troca alavancado, foi um sinal de que a entrada de novos dólares não era suficiente para manter o esquema, e que era necessário criar incentivos adicionais para atrair dinheiro novo.

Mas, no entretanto, Madoff reforça o sentimento de confiança e de conforto com as suas atitudes. Era, aparentemente, compreensivo quando os seus investidores queriam antecipar o resgate do capital investido. Bernard Madoff pagou de imediato a todos os pedidos de levantamentos de dinheiro, sem levantar questões (Sander, 2009). Mais um sinal sintomático de

⁵ Crise *subprime* é uma crise financeira desencadeada em 24 de julho de 2007, a partir da queda do índice *Dow Jones* motivada pela concessão de empréstimos hipotecários de alto risco (em inglês: *subprime loan* ou *subprime mortgage*), prática que arrastou vários bancos para uma situação de insolvência, repercutindo fortemente sobre as bolsas de valores de todo o mundo. A crise foi motivada pela insistente manutenção de juros reduzidos pelo Fed (o sistema de bancos centrais dos EUA), em uma economia extremamente aquecida. A crise *subprime* foi imediatamente percebida como grave (segundo muitos economistas, a mais grave desde 1929), com possibilidade de se transformar em uma crise sistémica, entendida como uma interrupção da cadeia de pagamentos da economia global, e que tenderia a atingir, de maneira generalizada, todos os setores económicos. É considerada como um prenúncio da crise económica de 2008.

um operador de esquema Ponzi, quando pretende aumentar a confiança junto dos seus clientes e evitar perguntas difíceis.

Expandindo o mercado: seguindo os fundos de alimentação

Bernard Madoff expandiu a sua ação ao longo de uma rede de fundos, gestores de fundos e promotores, que canalizavam enormes quantidades de dinheiro de todo o mundo para a sua operação. É comum alguns fundos de investimento atuarem como «fundos de fundos». Um fundo ao retalho lida diretamente com o cliente, discutindo objetivos de investimento e descobrindo investimentos que cumpram esses objetivos. O fundo dos fundos coloca o dinheiro dos clientes numa série de investimentos, alguns dos quais fazem parte de outros fundos, normalmente, *hedge funds*. O objetivo é poupar ao cliente o trabalho de procurar e investigar os fundos individuais, e oferecer alguma diversificação, caso algum dos fundos adquiridos venha a ter problemas. Alguns destes fundos de fundos entregaram grandes quantias de dinheiro a Bernard Madoff, transformando-se em fundos de alimentação, pelo modo como trouxeram ativos até à rede de Madoff. Na lista das vítimas do escândalo Bernard Madoff constam os maiores fundos de alimentação do esquema Ponzi:

Quadro 5 – Fundos de alimentação

Fundo de alimentação	mil milhões de dólares
Fairfield Greenwich Advisors	7,50
Tremont Capital Management	3,30
Banco Santander	2,87
Kingate Management	2,80
Bank Medici of Austria	2,10
Ascot Partners	1,80
Access International Advisors	1,40
Union Bancaire Privée	1,00
Nataxis	0,554

Fonte: Adaptado, Sander, 2009

Declínio do esquema de Madoff

O ano 2008 foi atípico para todas as bolsas financeiras mundiais, em consequência, principalmente, da crise do mercado imobiliário nos EUA de 2007, como efeito do elevado número de instrumentos hipotecários de alto risco, cuja capacidade de adiantamento era quase

nula ou mesmo nula. Em 2008, o banco *Lehman Brothers* faliu, à semelhança das empresas refinanciadoras de hipotecas *Fannie Mae* e *Freddie Mac*. Os reflexos da crise foram devastadores, sendo que outros 100 bancos fecharam nos anos seguintes. Em 2008, no meio do colapso geral do mercado, o *hedge fund* gerido por Madoff declarou um rendimento positivo de 5,6 por cento até ao mês de novembro, embora o índice S&P 500 tivesse caído 38 por cento (Sander, 2009).

Captando recursos até ao fim

A 1 de dezembro de 2008, dez dias antes de o esquema eclodir, Bernard Madoff pediu ao seu velho amigo, mentor e figura parental, o idoso magnata de 95 anos Carl Shapiro, 250 milhões de dólares, prometendo pagar rapidamente e com juros. A 3 de dezembro, Martin Rosenman, empresário no ramo do petróleo, manifestou a Bernard Madoff interesse em investir dez milhões de dólares, tendo Madoff afirmado que «o fundo estava fechado até dia 1 de Janeiro de 2009, mas que [...] poderia transferir o dinheiro para a conta da BMIS, onde seria mantido até o fundo abrir» (Sander, 2009). O dinheiro foi transferido a 5 de dezembro, e a 9 de dezembro, dois dias antes da detenção de Madoff, Rosenman foi notificado pela BMIS por o seu dinheiro ter sido «recebido e investido» (Sander, 2009).

Colapso do esquema de Madoff

Devido à turbulência do mercado, os pedidos de resgate de dinheiro dos investidores de Bernard Madoff foi-se intensificando, até chegar a um ponto em que Madoff já não podia satisfazer mais pedidos de resgate do seu *hedge fund*, e o seu esquema Ponzi entrou na fase de colapso. A 11 de dezembro de 2008, Bernard Madoff confessou que tinha criado um «esquema Ponzi gigante», que se estima ter envolvido entre 50 mil milhões ou 65 mil milhões de dólares (se se considerar o valor dos juros prometidos aos investidores). Bernard Madoff defraudou mais de dez mil investidores em todo o mundo, no maior esquema Ponzi até à data, que terminou como todos os outros esquemas: quando o valor dos pedidos dos investidores para o reembolso excede o valor dos novos investimentos.

Bernard Madoff acaba por ser julgado e condenado a 150 anos de prisão.

5.3 Dona Branca

Maria Branca dos Santos nasceu em Lisboa, a 20 de junho de 1911, sem ter chegado a conhecer a mãe, ficou órfã de pai aos 13 anos de idade, viveu com uma tia e, mais tarde, «com uma vizinha que emprestava reduzidas importâncias de dinheiro» a pessoas de nível económico baixo dedicadas «ao pequeno comércio de venda de peixe e outros. Sem a instrução primária, sabia escrever e ler mal, no entanto tinha apetência para os números. Aprendeu o negócio com essa vizinha, mutuando dinheiro e recebendo um pequeno juro sobre as quantias emprestadas» (Diogo, 1993, 13). «[I]niciou o “negócio” dos empréstimos e juros quando tinha 15 anos» (Parte III da contestação de Maria Branca dos Santos 3º Juízo Criminal, 1ª Seção, Proc. 1444). A partir dos 25 anos de idade passou a viver com um homem que também recebia e emprestava dinheiro cobrando um juro. O companheiro faleceu na década de sessenta, tendo-lhe passado o seu negócio e deixado cinco mil escudos (Diogo, 1993), o equivalente nos dias de hoje a cerca de 180 mil euros. Dona Branca continuou com a atividade sozinha, sem ajuda de ninguém, recebendo em sua casa as pessoas que lhe entregavam quantias em dinheiro. Dona Branca gerava, em todas as pessoas que lhe entregavam dinheiro, a convicção da integral devolução das quantias entregues a qualquer momento, e cumpriu durante quase seis décadas. Dona Branca faleceu, na Clínica Dr. Ferreira e Silva, a 3 de abril de 1992.

Contextualização geral de Portugal após a Revolução de 25 de abril de 1974

Portugal vivia numa conjuntura económica difícil e numa situação social periclitante, em consequência da crise dos preços do petróleo dos anos 70 e do regresso a Portugal Continental, num curto espaço de tempo, de um elevado número de portugueses descapitalizados, oriundos das ex-colónias. Estes factos originaram, por um lado, desemprego, inflação, défice comercial e elevada dívida pública, ameaças de bancarrota, pressões do Fundo Monetário Internacional (FMI), e, por, outros conflitos laborais e descrença no futuro. Após a revolução de 1974, com a fuga de capitais e o encerramento da Bolsa de Valores, as disponibilidades financeiras da banca nacionalizada levaram a uma «redução das reservas de caixa as quais chegaram a 1,5 milhões inferiores às legais» (Diogo, 1993, 286), restringiram o crédito ou tornou-se muito oneroso, sem criarem incentivos à captação de poupanças. A partir da década de setenta, Portugal passou por um processo inflacionário significativo.

Já em 1970 e 1971 a inflação registada pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC) foi acentuada com um aumento de 6,62 por cento, mantendo-se a tendência de subida considerável dos preços internos. Nos dois anos seguintes a inflação indicava remarcação de preços de 11,12 por cento

e 13,05 por cento ao ano. Em 1974, ano da revolução, o IPC registou uma inflação de 26,19 por cento. Entretanto, nos dois anos seguintes, a inflação registada foi de 17,25 por cento e de 19,90 por cento, e em 1977 o IPC atinge 27,06 por cento. A inflação, embora mais baixa, mantém-se com dois dígitos nos anos seguintes. Quando Dona Branca era objeto de comentário nos círculos financeiros, políticos e sociais de Lisboa, o processo inflacionário ganha nova força. Em 1983, o IPC registou uma inflação 24 por cento e no ano seguinte de 28,39 por cento.

O período de 1983-1984 caracterizou-se por uma elevada dívida externa, com grande dificuldade na obtenção de empréstimos a taxas suportáveis. O governo adotou uma política de austeridade, agravando a situação económica e social de muitas famílias devido, principalmente, à subida dos preços dos bens essenciais e dos impostos. Ganham novo folego situações paralelas como o contrabando, a corrupção, o trabalho sem imposto e de tipo «biscate», as economias paralela e subterrânea, as vendas «a pronto» por meio de cheques pós-datados (sem faturação), as vendas ambulantes, as feiras e os empréstimos a juros de 25 por cento ao mês (Diogo, 1993). Agudizava-se a crise socioeconómica, visível nos salários em atraso, na fome sentida por uma população empobrecida e na precariedade laboral. A situação social degrada-se e regista-se um novo fluxo emigratório.

No início da década de 80, Portugal vivia uma depressão económica e uma inflação galopante. Uma parte da população lutava para manter o seu padrão de consumo, procurando oportunidades de investimento que as livrassem das perdas financeiras sendo, naturalmente, uma época permeável à corrupção e aos negócios com rendibilidade elevada, célere e sem risco.

Atividade económica de Dona Branca

Conforme já referido, Dona Branca iniciou a sua atividade económica ainda jovem, como meio de sobrevivência, nos moldes em que a sua vizinha lhe ensinou: mutuando dinheiro e recebendo um pequeno juro sobre as quantias emprestadas. Com o passar do tempo, Dona Branca consegue obter algum lucro e, mantendo a mesma metodologia, continua a receber pequenas quantias em dinheiro, em troca de um pequeno juro, que por sua vez emprestava ao dia, a um juro ligeiramente superior ao das instituições bancárias (Dona Branca, 1984), principalmente a pequenos comerciantes. As pessoas honravam o seu compromisso pagando no dia estipulado, permitindo a Dona Branca cumprir o pagamento dos juros prometidos a quem lhe emprestava o dinheiro. O facto de emprestar dinheiro a terceiros, que lhe era entregue em «depósito» pelos seus clientes, geralmente, a juros superiores àqueles que pagava e por períodos curtos (no máximo até seis meses), permitiu-lhe pagar os juros dos seus depositantes e assim cumprir

sempre os pagamentos, no prazo estipulado, restituindo o capital inicial que lhe era entregue. Dona Branca demonstrava ter princípios e por isso era digna de confiança dos seus clientes, a qual é criada sobretudo pelo rigoroso e atempado cumprimento dos juros prometidos aos seus depositantes. O seu negócio de «moldes artesanais» revelava-se simples, consistente e seguro, atendendo a que, no início, o seu negócio era de dimensão reduzida e num círculo limitado de pessoas (Inquérito Preliminar, 1985). A atividade era desenvolvida em sua casa e os seus clientes apenas tinham conhecimento dela através de outros clientes. Embora mal soubesse ler e escrever, Dona Branca anotava num pequeno livro o nome das pessoas que lhe entregavam dinheiro e a respetiva quantia (Dona Branca, 1984). Tendo o domínio absoluto da sua atividade, na época, este tipo de controlo era o necessário e suficiente.

Novos clientes

Inicialmente Dona Branca não necessitava de fazer publicidade ao seu negócio. As vantagens de depositar as respetivas economias na Dona Branca eram divulgadas pelos seus clientes, que enalteciam a segurança do investimento, aos familiares e amigos. A afinidade entre os clientes era o meio essencial para se poder depositar dinheiro na Dona Branca. Ela tinha relutância em aceitar dinheiro de algumas pessoas, no entanto, quando estas referenciavam um familiar ou amigo que já «emprestava» dinheiro a Dona Branca, esta acabava por recebê-lo. Deste modo era garantida a confidencialidade e secretismo da sua atividade.

Expansão do negócio

Conforme referido anteriormente, aos 25 anos Dona Branca foi viver com um homem que se dedicava à mesma atividade de mutuação e de empréstimo de dinheiro em troca de um juro superior ao remunerado nos depósitos. Com o falecimento do seu companheiro, Dona Branca herdou cinco mil escudos e a sua carteira de clientes. Desde então, o ritmo da atividade de Dona Branca alterou-se, qualitativa e quantitativamente (Diogo, 1993). Conhecida pela sua simplicidade, simpatia, humildade e por cumprir sempre a data de pagamento dos juros prometidos aos seus depositantes, Dona Branca conquista, naturalmente, a confiança dos clientes do seu falecido companheiro que, com ela, querem continuar a depositar as suas economias e receberem os respetivos juros. Assim, Dona Branca passa a emprestar dinheiro com juros superiores àqueles que pagava, entre 12 a 15 por cento. Por outro lado, recebe um maior volume de depósitos que remunera a um juro menor, 10 por cento. A diferença entre o que recebia dos mutuários e o que pagava aos depositantes constituía o seu lucro.

De pequena mutuária a «Banqueira do Povo»

Com o passar dos anos a carteira de clientes de Dona Branca cresce a bom ritmo. A sua fama, de pessoa idónea e cumpridora de palavra, chega a um número cada vez maior de pessoas, essencialmente na zona de Lisboa. A informação sobre seu negócio, em particular sobre a crescente rendibilidade dos juros prometidos, sem risco, criando a ideia de que bastaria referenciar um familiar ou amigo e entregar o dinheiro a Dona Branca e, dessa forma, obter um lucro fácil e célere, leva cada vez mais habitantes da área metropolitana de Lisboa a procurarem a senhora simpática que ajuda os pobres desfavorecidos. Para muitas dessas pessoas constituía a forma de aceder a um rendimento mensal, que lhes permitisse assegurar o sustento da família, pagar os estudos dos filhos, a renda da casa e em alguns casos, cirurgias necessárias e dispendiosas para recuperar a saúde dos enfermos. Numa altura de crise socioeconómica profunda vivida em Portugal, Dona Branca, ao emprestar dinheiro aos pobres e desfavorecidos, nos momentos mais críticos das suas vidas pessoais, é naturalmente apelidada por «Banqueira do Povo». Aos olhos de uma população empobrecida e carenciada, Dona Branca é vista como a solução para os problemas financeiros de várias famílias. Alguns, com trabalho precário, encontraram em Dona Branca a garantia de uma remuneração mensal segura, o que representava para essas famílias o salário do tão almejado emprego que teimava em não aparecer. Com o número crescente de clientes, Dona Branca começa a ter a colaboração de pessoas que lhe são próximas e, por isso, dignas da sua confiança, como o seu enteado, a sua afillhada e outros amigos, conferindo um cariz familiar ao negócio. Estes colaboradores com mais conhecimentos académicos, no entender de Dona Branca, eram pessoas mais preparadas para gerirem de forma competente o seu negócio e capazes de garantir a perpetuação da sua atividade.

A lista de clientes engrossa e Dona Branca deixa de ter o controlo sobre as quantias recebidas, bem como dos duplicados dos depósitos, passando a fazer fé nos recibos de quitação das quantias entregues (Dona Branca, 1984). O valor do juro mensal sobre o valor dos depósitos que começou por ser ligeiramente superior ao das instituições bancárias, com o passar dos anos foi subindo até atingir os 10 por cento ao mês, em 1980 dando origem a uma rendibilidade que excedia largamente o valor dos juros anuais de 30 por cento praticados pela banca nacionalizada, na modalidade de depósitos a prazo. Por outro lado, com o dinheiro assim obtido, Dona Branca cedia-o a terceiros, carecidos de meios financeiros para aplicação imediata, mediante o pagamento de quantias mensais, a título de juro, fixadas entre 12 por cento e 15 por cento, com a obrigação de uma devolução rápida das quantias cedidas (nº 2 da Acusação, 1985).

Nessa altura, a atividade de Dona Branca mantinha-se sem contabilidade organizada. A operação baseava-se num ritmo estável de depósitos e numa rede de confiança, que continuava a impedir a entrada no negócio de pessoas desconhecidas ou sem recomendação (Cres, 2014). A 5 de março de 1983, pela primeira vez, um órgão de comunicação social noticiou a atividade de Dona Branca. Na edição nº 140 do semanário T&Q, o jornalista José Rocha Vieira escreveu um artigo sobre o negócio de Dona Branca, recorrendo a depoimentos de quatro clientes da banqueira. Estes afirmaram que «a mulher é um autêntico banco», garantindo que os recursos estavam «tão seguros nas mãos dessa mulher de cabelos brancos como nos cofres da sólida instituição de crédito». Por sua vez, Dona Branca afirmou que podia pedir dinheiro emprestado e pagar os juros que quisesse, sem revelar, no entanto, a proveniência da rendibilidade dos juros mensais de 10 por cento (120 por cento ao ano), uma vez que «o segredo é a alma do negócio» (Dona Branca, 1983).

Desde então, Dona Branca rodeia-se de vários colaboradores e cria uma vasta rede de angariadores por todo o país, aumentando, em consequência, o volume dos depósitos e vê-se na necessidade de abrir novas instalações para receber as pessoas que, devido à quantidade, já não podiam ser atendidas apenas na sua residência (Extrato das alegações orais do Ministério Público, produzidas na audiência do julgamento).

A Organização passa a atuar de forma concertada, estruturada e articulada, mantendo o cariz familiar. Sob a égide e superior direção de Dona Branca, a Organização é composta por dirigentes, colaboradores, angariadores, pessoal de segurança e apoio jurídico (nº 15 da Acusação, 1 junho 1985). O grupo formado com os fundadores dirigentes e aderentes visou obter entregas de quantias dos depositantes, gerando nestes a convicção séria e segura de que poderiam emprestar numerário a Dona Branca, mediante a retribuição mensal de 10 por cento sobre o dinheiro entregue e com a total certeza da devolução integral daquele numerário logo que solicitado (nº 15 da Acusação, 1 junho 1985).

O interesse do público em investir neste negócio foi vivido com euforia tal que a abertura de nove escritórios em diferentes zonas de Lisboa, permitiu, por um lado, divulgar a notícia do grandioso negócio e por outro, fazer entrar uma maior quantidade de dinheiro de terceiros, num curto espaço de tempo, no seu esquema Ponzi. Assim, Dona Branca pode pagar aos depositantes mais antigos o valor dos juros prometidos, que se iam vencendo. Afluíam aos seus novos escritórios milhões de escudos, devido à campanha publicitária, passando a ser comum haver dinheiro espalhado por cima das secretárias, dentro de gavetas, em sacos do lixo (nº 39 da Acusação, 1 junho 1985), à semelhança de Charles Ponzi. Devido ao alargamento geográfico da área de atuação, Dona Branca passou a assinar cheques e recibos em branco, confiando na

boa-fé dos seus funcionários e distribuiu-os pelos seus colaboradores e angariadores para estes os entregarem aos milhares de depositantes que a eles se dirigiam.

Celebridade além-fronteiras

A celebridade proporcionada pelo semanário T&Q marcou o destino da benemérita com o aumento considerável da oferta de recursos. Dona Branca foi, regularmente, tema de notícias no T&Q que passou a entender o seu negócio como um complexo esquema de investimento imobiliário, capaz de suportar o pagamento de juros aos depositantes, ao passo que grandes jornais como o espanhol *El País*, o alemão *Frankfurter Rundschau* ou o inglês *Guardian* dedicaram-lhe reportagens enaltecidas. O *Guardian*, de Londres, sob o título «A banqueira do povo», publica um artigo de Jill Jolliffe afirmando que Dona Branca «tornou-se uma heroína popular» e uma alternativa ao então Ministro da Finanças, Ernâni Lopes, sublinhando:

Caseira e piedosa mulher de riso simpático, Dona Branca personifica valores tradicionais portugueses. É uma seguidora de Padre Cruz, um padre populista que trabalhou em Lisboa antes da Guerra e cujo retrato enfeita as paredes das casas de muitas famílias operárias portuguesas. Insiste que não dirige um banco, que se limita a distribuir benefícios, e que os seus clientes não são depositantes, mas pessoas que lhe emprestam dinheiro sobre o qual paga juros.

O *Frankfurter Rundschau*, sobre a difícil situação económica portuguesa, publica uma opinião intitulada «Ernâni Lopes travou demasiado a economia». O jornalista Werner Herzog alude ao empobrecimento crescente da população e assinala: «[o] Governo tenta convencer a população a aguentar, mas já quase ninguém ouve os políticos. Pessoas como Dona Branca são mais importantes. Portugal precisa de milagres e o milagre de Dona Branca [...] dá esperança aos lisboetas para saírem da crise». A partir de então a imprensa escrita e a estação televisiva estatal RTP dedicaram a sua atenção ao fenómeno Dona Branca, motivando várias pessoas a levantarem todas as suas economias dos bancos e a depositarem as mesmas na simpática anciã de 72 anos. Tal prática passou a ser recorrente, para natural desagrado das instituições bancárias, como também se verificou com Charles Ponzi. Em 22 de maio de 1984 o negócio da «banqueira do povo» provocou um aceso debate numa reunião do Ministro das Finanças, Ernâni Lopes, com os presidentes dos bancos nacionalizados, tendo estes demonstrado preocupação pelo impacto da atividade de Dona Branca (nº 206 T&Q, 5 junho 1984).

Aparente solidez financeira de Dona Branca

No sentido de melhor fazer acreditar na solidez, seriedade e grandeza da sua atividade, Dona Branca adquiriu viaturas de alta cilindrada, das marcas Mercedes Benz, Jaguar, Triumph e BMW (nº 59 da Acusação, 1 junho 1985). Entre 1983 e 1984 Dona Branca entregou a vários construtores valores monetários, superiores a 236 milhões de escudos (atualizado ao IPC de fevereiro de 2016, aproximadamente 26 milhões de euros), para a aquisição ou a título de sinal de 37 imóveis, em vários locais do país (Algarve, Lisboa e arredores), sendo que os contratos foram celebrados em nome de colaboradores ou de filhos menores de colaboradores, tendo apenas Dona Branca usufruto de uma das propriedades. Todos estes negócios foram realizados por ela, com quantias recebidas dos novos depositantes. Dona Branca comprou ainda, para si e para os seus colaboradores, vários objetos de ouro e prata.

Princípio do fim

Em 28 de novembro de 1983, relacionado com um caso judicial diferente, a Polícia Judiciária investigava um roubo de ouro e efetuou buscas à casa de Manuel Manso, colaborador e angariador da Organização. No âmbito dessa investigação foram encontrados, dentro de um cofre portátil, centenas de cheques assinados por Dona Branca a favor de terceiros de cerca de 60 milhões de escudos (atualizado ao IPC de fevereiro de 2016, 8,5 milhões de euros) em dinheiro pertencentes a Dona Branca. Assim, a atividade de Dona Branca passa a estar sob investigação.

Segundo a Acusação do Ministério Público, é na sequência deste evento, que poderia levar à exposição da situação real da atividade de Dona Branca, ou seja, mostrar a inexistência de numerário suficiente para restituir, em caso de solicitação dos depositantes, que Dona Branca decide reunir-se com os seus colaboradores e angariadores para, em conjunto, fundarem uma Organização, aproveitando a imagem de confiança, segurança e credibilidade conquistada por ela ao longo de mais de cinco décadas.

Para a concretização deste plano, a nível nacional, os dirigentes preconizaram uma publicação, aliciante e atrativa, da atividade de negócios e fins beneméritos de Dona Branca, de forma a envolverem as pessoas ávidas «de um lucro fácil, fabuloso, rápido e sem tributação», pela ingenuidade e boa-fé ou a ganância dessas pessoas e captarem as suas poupanças para o hipotético ramo imobiliário (nº 17 da Acusação, 1 junho 1985).

Em 3 de fevereiro de 1984, o semanário T&Q publicou uma reportagem sobre Maria Branca e uma entrevista concedida por escrito, embora mal soubesse ler e escrever, onde era evidente a

tentativa de convencer o público da seriedade e grandeza da Organização e de Dona Branca para obter uma grande atração de eventuais depositantes. Com esta entrevista, que funcionou como uma campanha publicitária, conseguiram que milhares de pessoas entregassem, por erro e engano, àquela Organização, avultadas quantias em dinheiro (nº 23 da Acusação, 1 junho 1985).

Investigação ao negócio de Dona Branca

O «caso Dona Branca» chegou à Assembleia da República, em fevereiro de 1984, pela mão do Partido Comunista que, através de requerimento, pediu ao governo informações sobre as diligências que iria tomar para averiguar a ilicitude das atividades da «banqueira do povo» (nº 206 T&Q, 5 junho 1984). Segundo a publicação nº 206 do semanário T&Q, «a primeira diligência oficial destinada a combater o fenómeno Dona Branca foi promovida pela Alta Autoridade contra a Corrupção», tendo reunido na Procuradoria-Geral da República, a Inspeção de Crédito do Banco de Portugal e a Polícia Judiciária.

Nessa altura, em altos círculos governamentais, pensava-se que os elevados rendimentos de Dona Branca pudessem resultar de atividade económica especulativa ou de financiamentos conscientemente ilegais no campo criminal (Vieira, 5 junho 1984). O Banco de Portugal, no âmbito das suas competências de fiscalização e de regulação da atividade bancária, a pedido do Ministro das Finanças, Ernâni Lopes, abriu, a 15 de maio de 1984, um processo de natureza administrativa sobre a «transgressão por infração à legislação que protege o sistema de crédito e o funcionamento do mercado monetário e financeiro» (Diogo, 1993, 254) contra Maria Branca dos Santos, tendo o mesmo sido desenvolvido pelo Departamento de Inspeção de Crédito. No Relatório Final do Banco de Portugal, Dona Branca e a sua Organização são acusados de terem perturbado «o sistema de crédito e o normal funcionamento dos mercados monetário e financeiro», sendo que «a captação de poupanças integra a prática de actos inerentes à actividade bancária que só podem ser levados a efeito por instituições de crédito» (Diogo, 1993, 255). O Banco de Portugal «[a] partir de dados colhidos na imprensa, da análise feita à conta bancária [...] e informações complementares recolhidas junto do sistema bancário, reuniram-se indícios que se afiguram bastantes para instaurar um processo de transgressão» (Diogo, 1993, 289).

O Banco de Portugal deu como provado que Dona Branca:

- durante muito tempo aplicou o dinheiro que lhe foi confiado em operações ativas de crédito;
- até 1983 desenvolveu sozinha a atividade que lhe foi imputada;

- em março de 1983 começou a atender clientes, pessoalmente ou com a participação dos seus colaboradores;
- a partir do início de 1984 foram raros os empréstimos que concedeu;
- durante muitos anos e até 17 de setembro de 1984 se dedicou à recolha de fundos de pessoas indeterminadas;
- desenvolveu, sem margem para dúvidas, uma atividade tipicamente bancária na sua vertente passiva;
- e os seus colaboradores atingiram poupanças, que lhe foram confiadas, num total suposto de, pelo menos, dezassete biliões, quinhentos e cinco milhões, quatrocentos e oitenta e seis mil escudos (Diogo, 1993, 255) (atualizado ao IPC de fevereiro de 2016, 1.653.234.025,29 euros).

Declínio do esquema de Dona Branca

Embora estivessem a ser depositados milhões de escudos na Organização, a completa ausência de investimentos legais que permitissem a rentabilidade de 10 por cento ao mês, acrescida ainda da dissipação em proveito próprio dos seus dirigentes e colaboradores, o esquema Ponzi de Dona Branca passou a ter fundos insuficientes para, por um lado, conseguir reembolsar os juros dos seus antigos depositantes e, por outro, devolver o capital inicial, entrando desta forma na fase de declínio. É nesse momento que alguns colaboradores receiam a derrocada e a possibilidade de perder os seus milhões de escudos. Prevendo o fim próximo do esquema, em abril/maio de 1984, alguns dos colaboradores, inconformados com o rumo da atividade, alertam alguns depositantes para os prováveis prejuízos que podia acarretar o fim imediato da operação da Organização. É nessa altura que o controlo da Organização transitou para outros dirigentes e, com o consentimento de todos os colaboradores, decidiu manter Dona Branca como mera figura de cartaz.

Em finais de julho os membros da Organização decidiram publicitar o encerramento dos escritórios, por motivo de férias, a fim de venderem, entretanto, alguns andares e com o montante obtido reabrirem, em setembro, para pagarem apenas algumas quantias mensais, de forma a ser criada a ideia, nos depositantes, que a Organização continuava sólida, e deste modo fomentar novos depósitos. Durante esse período de férias, os clientes que se dirigiram ao balcão do Banco Português do Atlântico da Praça de Londres – onde Dona Branca tinha conta e passava cheques aos depositantes como forma de recibos – para levantarem o valor investido na Organização, saíram sem nada, uma vez que a conta de Dona Branca estava sem dinheiro e consequentemente sem cobertura. A primeira queixa surge, em 25 de julho de 1984, na Polícia

Judiciária (Diogo, 1993). Na publicação do T&Q, de 31 de agosto, lia-se na capa do jornal «Dona Branca – o fim!». Em consequência, quando Dona Branca regressa das férias, ocorre a primeira corrida aos depósitos junto dos escritórios da Organização.

Captação de recursos até ao fim

Entre 13 e 17 de junho de 1984 foram realizados novos depósitos no montante de 1,4 mil milhões de escudos (atualizado ao IPC de fevereiro de 2016, 141 milhões de euros), valor esse, ainda assim, inferior ao necessário para o esquema Ponzi de Dona Branca poder continuar a funcionar. Nos meses de junho e de julho, quando todos os colaboradores sabiam que os fundos da Organização já estavam exauridos, continuavam a incentivar e a aceitar depósitos, mas já não pagavam aos depositantes antigos o juro prometido nem devolviam os capitais iniciais entregues e então solicitados. Em agosto e setembro foram realizados depósitos ligeiramente superiores a 315 milhões de escudos (atualizado ao IPC de fevereiro de 2016, aproximadamente 31 milhões de euros), montante esse insuficiente para pagar o valor do investimento dos depósitos antigos e dos juros que continuavam a crescer de forma exponencial, como é característica num esquema Ponzi.

A 3 de setembro foi aberto, como prometido, o escritório e foram efetuados, sobretudo, levantamentos relativos ao capital inicial e pagamentos de juros aos antigos clientes, para criar a ideia de que tudo corria bem na atividade de Dona Branca. Deste modo foi passada a mensagem de que se iriam efetuar negócios rentáveis e imediatos, pelo que não havia justificação para o alarme.

O Colapso do esquema Ponzi de Dona Branca

O crescente levantamento de dinheiro das contas da banca nacionalizada e o depósito na atividade da «Banqueira do Povo» alarmaram o Banco de Portugal e o governo, que temiam a curto prazo a falência da banca. O Ministro das Finanças, Ernâni Lopes, pediu, em privado, à Inspeção de Crédito do Banco de Portugal que investigasse a operação e, em público, foi à televisão, em 9 de setembro e a 10 de outubro de 1984, advertir e acautelar os portugueses da possível fraude financeira operada por Dona Branca. Em resultado disso, centenas de pessoas deslocaram-se aos escritórios de Dona Branca para reaverem o dinheiro depositado, o que imediatamente gerou uma confusão incontrolável e um pânico generalizado dos clientes perderem o valor dos seus depósitos. As ordens da Organização eram no sentido de se restituir o dinheiro a quem ali se dirigisse, na expectativa de se pôr termo à desconfiança e insegurança

das notícias, que alertavam para a insustentabilidade da atividade de Dona Branca, uma vez que os juros oferecidos eram muito superiores às demais oportunidades de negócio disponíveis no mercado. Sem novos depósitos a entrar na Organização, o esquema estava encerrado.

Acusada de associação criminosa, burla agravada e cheques sem cobertura, Dona Branca foi detida, a 8 de outubro de 1984, ficando presa na cadeia das Mónicas (Diogo, 1993).

VI Capítulo – Modelo das cinco fases do esquema Ponzi

Neste capítulo é apresentado um modelo constituído por cinco fases do esquema Ponzi. Este modelo é o culminar de uma análise aprofundada a três casos identificados e julgados por fraude do tipo esquema Ponzi, concretamente o esquema original do Ponzi, o caso português Dona Branca e o maior esquema de fraude financeira de sempre de Bernard Madoff. Este modelo resulta da identificação de fases comuns nos três esquemas operados por pessoas com origens e vivências díspares, em anos destintos, indo desde o início do século XX até ao início do século XXI, e operado em países com realidades socioeconómicas diferenciadas.

6.1 Apresentação do modelo

Pode definir-se o funcionamento de um esquema Ponzi associado a esquemas de investimento, em cinco fases fundamentais, nomeadamente a fase de captação de recursos, para aliciar investidores a entrarem no esquema, a fase de crescimento exponencial do valor do fundo de investimento, a fase de manutenção do investimento, para o esquema poder continuar a sobreviver, a fase de declínio do esquema, quando a entrada de novos montantes se torna insuficiente face ao valor dos juros prometidos a remunerar aos investidores antigos, e a fase de colapso, no momento em que todos os recursos financeiros do fundo se esgotaram, inexistindo qualquer dinheiro para pagar, tanto o investimento inicial como os juros prometidos aos investidores.

- **Fase de captação de recursos:** é a fase essencial para o funcionamento do esquema, da qual depende o seu sucesso, sendo determinante a captação de mais e novos dinheiros. Esta fase está presente em todas as etapas do esquema, é o motor de alimentação fundamental num esquema Ponzi. O operador do esquema começa por atrair pessoas de um grupo de afinidade, como a religião, etnia, família, amizade, profissional ou outros, com a promessa de remunerar o investimento inicial a taxas de rendibilidade superiores àquelas praticadas no mercado, com a garantia de retorno total do valor investido, o que na realidade não pode oferecer. Apresenta-se como um investimento sem perdas, com pouco ou nenhum risco, sendo por isso seguro. O alvo dos fraudadores é qualquer grupo que o fraudador pensa poder convencer a confiar-lhe as suas poupanças, sem colocarem questões inconvenientes para o operador do esquema Ponzi. O dinheiro entregue ao operador por novos investidores é pago aos investidores anteriores, para criar a ilusão do investimento ser bem-

sucedido, ao mesmo tempo que, dentro do grupo de afinidade, se difunde, por via oral, o sucesso do esquema. A vantagem da difusão do esquema por recomendação oral, decorre do facto de que a confiança mútua entre os membros reforçar a recomendação de um dos seus pares, originando e garantindo uma divulgação oral célere e bem-sucedida. A fraude por afinidade, cuja execução se concentra em grupos étnicos, religiosos ou funcionais, explora a confiança e a amizade que existem nesses grupos de pessoas que têm algo em comum, levando mais pessoas a quererem aderir a este investimento que promete lucros elevados, rápidos e sem risco. Esta é a essência da fraude por afinidade, muitas vezes usada pelos operadores do esquema Ponzi.

- **Fase de crescimento exponencial:** é a segunda etapa do esquema. No momento da concretização do elevado retorno prometido aos primeiros investidores, a confiança destes no hipotético negócio anunciado fica selada, e novos investidores surgem, com mais dinheiro disponível para investir num fundo de investimento ou negócio em que, mesmo sem o entenderem bem, querem apostar para obter também os lucros atrativos que os seus pares já receberam. Os primeiros investidores, por considerarem que tiveram uma oportunidade privilegiada em conseguir entrar neste investimento, mantêm o capital inicial investido e, em alguns casos, aumentam o valor a investir. A recomendação do investimento aos seus pares, por via oral, torna-se um veículo condutor para uma publicidade mais poderosa. Os operadores do esquema Ponzi privilegiam esta metodologia para a divulgação do seu suposto negócio ou investimento, sempre em volta de secretismo e confidencialidade. A adesão a este investimento ou negócio ganha uma euforia e um frenesim entusiástico, aumentando de forma exponencial o valor dos fundos do esquema Ponzi. Quando a informação do sucesso da rentabilidade do investimento ou negócio é divulgada, o número de interessados para entrar no esquema cresce à mesma velocidade. A estratégia de investimento do operador do esquema Ponzi resulta, sendo por isso bem-sucedida, e elevando o esquema para outro patamar.
- **Fase de manutenção do investimento:** é a fase mais desafiante para o gestor do esquema Ponzi. Nesta fase, o gestor consegue ter ganhos iguais ao valor distribuído dos investidores, e mesmo quando isso não ocorre, o gestor tem reservas para cobrir essa falha. Um gestor sofisticado escreve nos seus documentos de subscrição uma cláusula de pré-aviso de alguns meses em caso de resgate, pelo que assim garante a existência de dinheiro disponível por forma a pagar eventuais juros a serem vencidos nesse período. Por seu turno, consegue ganhar tempo para a entrada de novas adesões ao esquema. Desta forma, o gestor consegue aguentar bem a estrutura e perpetuar a sustentabilidade do esquema Ponzi. Enquanto

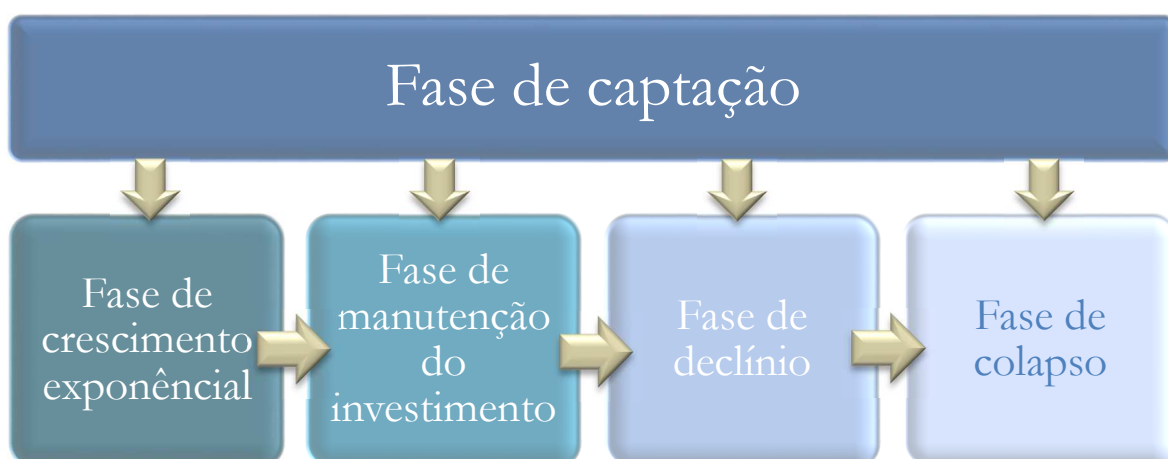
detentor absoluto do controlo do esquema, é o fraudador quem determina a estratégia de desenvolvimento do esquema. Uma dessas estratégias pode passar pela criação de um novo produto ou fundo de investimento, por forma a captar dinheiro novo, tanto dos seus antigos clientes, como de novos investidores. É comum o operador do esquema lançar novos produtos financeiros e/ou fundos de investimento quando os recursos financeiros do esquema Ponzi começam a ser insuficientes face ao valor dos juros prometidos a pagar. Deste modo, assegura a manutenção do dinheiro inicial, evitando resgates, assim como a conservação dos juros devidos. Por outro lado, consegue atrair a entrada de novos montantes. Outra estratégia de desenvolvimento do esquema Ponzi, nesta fase, é a intensificação da ação do *marketing*, primeiramente em torno do sucesso do produto ou do fundo de investimento inicial e, em seguida, da nova e inovadora ideia de investimento, que pode ser em forma de produto, serviço ou fundo de investimento com a garantia de uma elevada rendibilidade num prazo inferior ao espetável. Gerar sentimentos de oportunidade única, privilégio e exclusividade, são as ferramentas de *marketing* mais usadas pelos operadores de esquemas Ponzi. O culto da confiança no operador do esquema é uma constante e, nesta fase, o operador já alcançou um prestígio tal que é muitas vezes visto como alguém genial, carismático e idóneo, estando, por isso, acima de qualquer suspeita. Todavia, caso os investidores se apercebam de que a *performance* do produto ou fundo gerido pelo operador do esquema Ponzi parece impossível e, em consequência, comecem a proceder ao resgate do capital investido, o gestor efetua o pagamento imediato, sem qualquer problema, uma vez que tem recursos (capital dos investidores e reservas) para o fazer. Como técnica de controlo e manutenção da confiança, o operador do esquema Ponzi faz questão de pagar, mesmo que o prazo de resgate não tenha chegado ao fim. Quanto maior for a duração da fase de manutenção do investimento, maior será a longevidade do esquema Ponzi. No entanto, maior é o risco de fortes perdas monetárias para os investidores destes fundos de investimento e ou produtos financeiros, uma vez que os valores investidos no esquema são cada vez maiores.

- **Fase de declínio:** ocorre quando o valor dos juros prometidos a pagar é superior ao valor do fundo do esquema. Apenas com a entrada de novos dinheiros no fundo é possível recuperar a autonomia financeira do esquema Ponzi, voltando a posicionar-se na fase de manutenção do investimento. Esta fase caracteriza-se pela ocorrência massiva de resgates, e o operador do esquema Ponzi paga a todos os investidores que o solicitem, usando primeiramente o capital inicial investido pelos clientes. Embora o gestor tente, de forma subtil, mas eficaz, dissuadir os investidores a efetuarem resgates, pode chegar um momento

em que deixa de ser bem-sucedido. Nessa situação, são mais os investidores a quererem sair do que a quererem permanecer no esquema Ponzi. Com o pagamento imediato a todos que o solicitem, o esquema chega a um ponto em que fica sem reservas e com um montante muito abaixo do valor do capital dos investidores. Caso a entrada de novos valores deixe de se verificar, o gestor do esquema Ponzi deixa de poder cumprir o pagamento dos juros a todos os investidores antigos, tendo de optar por selecionar um número restrito de investidores a quem dará prioridade, para pagar pelo menos uma parte dos juros prometidos e tentando adiar o prazo de pagamento dos juros aos restantes investidores. Nesta fase, se as autoridades intervirem, decidindo pôr fim ao hipotético negócio ou investimento, o número de vítimas lesadas será quase total, com perdas financeiras iguais ao valor do capital investido, mais os juros prometidos.

- **Fase de colapso:** é a fase que dita o término do esquema Ponzi, uma vez que já foram esgotados todos os recursos financeiros do seu fundo. Todavia, até ao último minuto, o gestor é capaz de incentivar e aceitar a entrada de novos dinheiros, assegurando elevados retornos e sem risco. Sem novas entradas de dinheiro, o esquema chega ao fim. Nesta fase o operador do esquema Ponzi ainda deve dinheiro aos investidores, sendo comum selecionar algumas pessoas (investidores, funcionários, familiares) a quem pretende entregar algum dinheiro, evitando graves prejuízos a essa elite, antes de ser detido pelas autoridades policiais do país onde opera o esquema ou de fugir para outro país, de preferência sem acordo de extradição.

Figura 3 – Modelo das cinco fases do esquema Ponzi



6.2 Aplicação do modelo em casos julgados

Os esquemas de Charles Ponzi, Dona Branca, Bernard Madoff, estão associados a esquemas de investimento. Conforme anteriormente mencionado, procurou-se encontrar um modelo a partir de um comportamento padrão da evolução e desenvolvimento da vida de um esquema Ponzi. Neste sentido, analisaram-se os três esquemas mencionados, que se consideram de referência para a análise deste tipo de fraude.

Neste ponto é validado e evidenciado que as cinco fases do modelo estão presentes em cada um dos casos estudados, nomeadamente Charles Ponzi, Dona Branca e Bernard Madoff verificando-se a sua ocorrência em todos eles, conforme ilustra a matriz abaixo, em que se indicam as diversas fases do esquema, e a características associadas a cada uma delas:

FASES	Casos de Esquema Ponzi		
	Charles Ponzi	Dona Branca	Bernard Madoff
Captação de recursos			
Entrada de novos dinheiros	✓	✓	✓
Atrair pessoas de um grupo de afinidade	✓	✓	✓
Conquistar a confiança dos investidores	✓	✓	✓
Promover novas entradas de recursos a todo o momento	✓	✓	✓
Garantir um investimento seguro e sem risco independentemente da fase do esquema em que se encontra	✓	✓	✓
Aceitar novos dinheiros até ao último minuto de vida do esquema	✓	✓	✓
Crescimento exponencial			
O esquema funciona	✓	✓	✓
A estratégia de investimento funciona	✓	✓	✓
Concretização de um elevado retorno aos primeiros investidores	✓	✓	✓
A confiança dos investidores está conquistada	✓	✓	✓
Demonstrar aos investidores e ao mercado o bom desempenho do investimento	✓	✓	✓
Surgem novos investidores	✓	✓	✓
Investidores antigos renovam o investimento inicial	✓	✓	✓
Investidores antigos aumentam o valor investido	✓	✓	✓
Manutenção do investimento			
O gestor consegue ter proveitos iguais ao valor a pagar aos investidores	✓	✓	✓
Quando o gestor não tem ganhos iguais à distribuição, tem reservas para cobrir essa falha	✓	✓	✓
O gestor sendo sofisticado, tem nos seus documentos de subscrição uma cláusula de pré-aviso de alguns meses em caso de resgate	n.d.	✓	✓
O gestor aguenta facilmente a estrutura	✓	✓	✓
É o momento certo para criar um novo produto ou fundo de investimento	✓	n.a.	✓
Alguns investidores apercebem-se que a <i>performance</i> do gestor parece impossível	✓	✓	n.a.
Alguns investidores começam a resgatar	✓	✓	✓
O gestor controla a situação	✓	✓	✓
Continua a ter reservas e ainda não gastou o capital dos investidores	✓	✓	✓
O gestor não tem qualquer problema em pagar uma vez que tem recursos para o fazer	✓	✓	✓
O gestor faz questão de pagar	✓	✓	✓
Declínio			
Início dos resgates massivos	✓	✓	✓
O esquema já não tem reservas nem proveitos para pagar a todos os investidores	✓	✓	✓
O gestor paga a todos os investidores que solicitam o resgate	✓	✓	✓
O gestor tenta de forma subtil mas eficaz disuadir os investidores a fazerem resgates	✓	✓	✓
O gestor vai buscar dinheiro ao capital investido pelos investidores	✓	✓	✓
Nos períodos seguintes, a situação complica-se: muitos investidores querem sair	✓	✓	✓
O esquema chega a um ponto que fica sem reservas e com um montante muito abaixo do valor do capital dos investidores	✓	✓	✓
O gestor começa a pensar em soluções alternativas para sair do esquema	✓	✓	✓
Pode optar por ficar no país e enfrentar a justiça pagando aos melhores advogados	✓	✓	✓
Colapso			
O esquema sem qualquer recurso financeiro	✓	✓	✓
Deve dinheiro aos investidores que restaram	✓	✓	✓
O gestor é preso	✓	✓	✓
O gestor já fugiu	n.a.	n.a.	n.a.

Esta matriz permite por um lado, identificar os sinais de alerta vermelho característicos em esquemas Ponzi, e, por outro, validar a ocorrência de pontos comuns no desenvolvimento de um esquema Ponzi, desde o seu início até ao seu fim. Do mesmo modo, permite ao auditor ou investigador da fraude, identificar em que fase de desenvolvimento o esquema Ponzi se encontra. Este pode significar um dado importante para as autoridades, uma vez que, dependendo da fase em que o esquema Ponzi se encontra no momento da sua deteção, poderá determinar o impacto de danos financeiros para os seus aderentes.

6.3 Resultados

Esquema de Charles Ponzi

Embora tenha sido o esquema com a duração mais curta, nove meses, face aos outros esquemas estudados, foi o primeiro a conseguir angariar uma quantia elevada, inimaginável quando foi iniciado por Charles Ponzi.

No seu esquema a fase de captação foi uma constante, desde o primeiro momento que lança a sua ideia inusitada de ganhar dinheiro de forma fácil, célere e sem riscos. Esta fase mantém-se ao longo do esquema, apenas termina uns dias antes de Charles Ponzi ser detido pelas autoridades locais da cidade de *Boston*.

A fase de crescimento segue-se imediatamente ao pagamento da «primeira rodada», para utilizar uma expressão do próprio Charles Ponzi. Ficou marcada pela euforia de uma população esperançosa em obter os ganhos fantásticos prometidos, e pela crença na genialidade de um imigrante italiano de «criar dinheiro» através de cupões postais internacionais.

A fase de manutenção é relativamente curta, uma vez que Charles Ponzi não consegue lançar as notas promissórias de um novo produto que tinha em mente: a exploração de navios transatlânticos.

O declínio do esquema de Charles Ponzi é abrupto. Sob investigação praticamente desde o início, a desconfiança foi tomando conta dos seus clientes que regressaram aos escritórios de Ponzi, mas, desta vez, para resgatarem tudo o que tinham investido e os juros prometidos por Charles. Sem novas entradas de dinheiro, o esquema Ponzi estava condenado ao fracasso. Nessa altura, Charles Ponzi sabe que ainda tem a opção de fugir para outro país, todavia, acreditava

efetivamente na sua ideia de negócio, e estava confiante que pagando aos melhores advogados iria conseguir sair imune de qualquer acusação de fraude que lhe pudesse vir a ser imputada.

O colapso do esquema de Charles Ponzi ocorre com a sua detenção. Nesse momento, Charles Ponzi ainda possuía recursos financeiros suficientes para pagar parte do valor do capital investido dos seus clientes, mas não os juros prometidos. A prisão veio precipitar o fim do esquema.

Esquema de Dona Branca

Tendo sido o maior esquema Ponzi desenvolvido, durante décadas, em Portugal, o caso Dona Branca foi vivido como um fenómeno capaz de gerar riqueza junto dos mais desfavorecidos, alcançando um mediatismo além-fronteiras.

A fase de captação no esquema de Dona Branca esteve sempre presente, desde o início ao fim do esquema. No entanto, ao nível de volume de dinheiro captado, teve uma evolução ascendente surpreendente, até para a operadora do esquema. Verifica-se que a fase de captação, neste caso, tem vários estágios, que acompanham as quatro fases posteriores do esquema Ponzi. Começa por captar quantias reduzidas e, gradualmente, a um ritmo lento, vai recebendo montantes maiores, até que, no último ano do esquema, entram milhares de contos na expectativa de serem convertidos em mais de 120 por cento em juros ao final de um ano.

Neste caso pode-se dizer que existiram dois momentos, separados por um longo período de tempo, de crescimento exponencial do esquema Ponzi; o primeiro ocorreu nos anos sessenta, com a fusão do negócio herdado por via da morte do companheiro da operadora do esquema, aumentando-o em volume de negócios e alargando a sua carteira de clientes; e o segundo deu-se no início dos anos oitenta, tendo registado um pico entre 1983 e início de 1984, na sequência da fama alcançada através dos meios de comunicação social disponíveis na época.

Dona Branca foi mestre na manutenção do seu esquema Ponzi, mesmo sem ter sido uma gestora sofisticada, era quase analfabeta, conseguiu manter o seu esquema a funcionar sem percalços de maior, durante sensivelmente duas décadas. Dona Branca não recorreu ao lançamento de um produto ou negócio novo para captar novos clientes com vista a prolongar a duração do seu esquema, uma vez que era detentora de um dom natural e exímio para conquistar a confiança das pessoas que a ela se dirigiam, por serem referenciadas por outros clientes, que já sabiam que Dona Branca cumpria sempre a sua palavra e no dia combinado pagava os juros prometidos. É

esta confiança que garante a segurança e reduz o risco do investimento a quase nulo, levando o esquema Ponzi de Dona Banca a ser bem-sucedido ao longo de várias décadas.

O declínio do esquema Ponzi de Dona Branca decorre da insuficiente entrada de dinheiro novo para continuar a alimentar o fundo, agravado por fatores associados à desorganização que, nesta fase, imperava, como o desvio de dinheiro por parte de colaboradores, os pedidos de reembolso com o mesmo recibo em escritórios diferentes e resgates indevidos de clientes, que se aperceberam da falta de controlo dos recibos, e, também, pela compra de bens móveis e imóveis para proveito próprio com o dinheiro dos seus clientes.

O colapso do esquema da Dona Branca dá-se quando a sua conta do Banco Português do Atlântico fica com saldo negativo. Com o fundo descapitalizado, e com entradas de dinheiro inferiores ao valor necessário para pagar os juros prometidos mais o capital inicial investido, o esquema Ponzi chega ao fim.

Esquema de Bernard Madoff

O esquema de Bernard Madoff foi o maior esquema Ponzi de que há registo, atingindo 65 mil milhões de dólares, quando considerados os valores dos juros.

A fase de captação foi orquestrada de forma notável por Bernard Madoff, no coração de *Manhattan*. Madoff construiu uma marca de confiança em torno do seu próprio nome, e com ela atraiu dinheiro dos investidores mais sofisticados para o seu fundo de investimentos. Numa primeira fase, da abastada comunidade judaica e, posteriormente, de instituições financeiras, instituições filantrópicas, fundos de investimentos, fundos de pensões e bancos.

A fase de crescimento exponencial do esquema Ponzi de Madoff ocorre na sequência do pagamento dos reembolsos aos primeiros investidores que, por esse motivo, comentam dentro da comunidade judaica o investimento bem-sucedido que fizeram com Bernard Madoff. O seu esquema ganha novo impulso, após a parceria com prestigiados fundos de investimentos como o *Sentry Fund* da *Fairfield Greenwich*, no início dos anos 90, bem como com a ligação a vários bancos internacionais, como o *Santander*. A partir dessa altura o esquema Ponzi de Madoff cresce, qualitativa e quantitativamente, com mais recursos financeiros e um maior número de clientes, originando um crescimento exponencial do fundo do seu esquema.

Bernard Madoff revelou ser um gestor exímio de expectativas, exclusividade e secretismo e ter um apurado sentido de oportunidade lançando novas propostas de investimento no exato momento em que o seu esquema Ponzi precisava de ser alimentado. Para tal, criou uma rede de angariadores que se estendia a vários continentes e aliciavam clientes maioritariamente institucionais (bancos, seguradoras, fundos de pensões), que tinham elevadas quantias de dinheiro disponíveis para entrarem no seu privilegiado *hedge fund premier*. A manutenção do seu esquema Ponzi também beneficiou de parcerias com outros fundos de investimento, como foi o caso da empresa *Fairfiel Greenwich*, detentora do prestigiado fundo *Sentry Fund* que desde a década de 90, registou uma rentabilidade constante de dois dígitos durante 17 anos. O primeiro sinal de que Bernard Madoff estava a fazer esforços para manter a funcionar o seu esquema Ponzi, verificou-se em 2005, quando Madoff tentou oferecer fundos a partir de um importante banco europeu. Passados dois anos, Bernard Madoff, em parceria com o banco HSBC e a *Fairfield Greenwich*, lançam um novo produto *Wickford Fund LP*, numa tentativa de recuperar os recursos financeiros que estavam a ser resgatados.

O declínio do esquema Ponzi de Bernard Madoff ocorre quando as retiradas de dinheiro do esquema foram superiores ao valor dos juros a pagar aos clientes antigos. Em 2008, a crise *subprime* toma conta de *Wall Street*, e são mais os clientes de Madoff que pediram o resgate, do que aqueles que queriam investir no seu fundo, apesar da rentabilidade estável oferecida, mesmo num período de queda no mercado bolsista. Nessa altura, os valores resgatados pelos clientes são superiores aos registados para investir com Bernard Madoff. Ainda assim, Madoff faz questão de pagar a todos até mesmo sem o prazo se ter vencido, sem levantar qualquer impedimento.

A fase de colapso do esquema Ponzi de Bernard Madoff ocorre também em 2008, uma vez que o registo dos valores das entradas de dinheiro no seu esquema continuou a ser menores do que o valor que teria de ser pago. O valor do capital inicial investido pelos seus investidores começou a esgotar-se. Madoff reduziu as contribuições filantrópicas e acaba por gastar também o valor das reservas do fundo do seu esquema Ponzi. Na parte final, quando já não dispõe dos seus recursos financeiros, aceitou, até à véspera de se entregar às autoridades por fraude financeira, valores na ordem dos milhões de dólares, para poder entregar esse dinheiro a um reduzido número de pessoas, por si selecionadas, preservando-os de um grave dano financeiro.

VII Capítulo – Conclusões, limitações e trabalhos futuros

Este capítulo dedica-se a reunir as principais conclusões deste estudo, a mencionar as limitações da investigação e a indicar possíveis linhas futuras de investigação relacionadas com o tema da fraude financeira por recurso a esquemas Ponzi.

Conclusões

Do estudo elaborado verifica-se que, embora exista uma variedade de esquemas Ponzi, todos têm características e formas de funcionamento comuns. Pode afirmar-se que os esquemas Ponzi se apresentam como uma oportunidade de negócio única, com elevados retornos, sem risco, envolta de secretismo e sigilo para, por um lado, evitar que o autor da fraude tenha que explicar os detalhes do negócio e, por usa vez, para ludibriar com maior eficácia as suas vítimas. Estes esquemas fraudulentos partilham um conjunto de características que podem servir de *red flags*, para que os potenciais investidores estejam atentos e tenham tempo para pensar antes de tomarem a decisão de se envolverem numa proposta com rendibilidade invulgarmente elevada face ao disponível no mercado ou de *benchmarking*.

O fraudador, algumas vezes, percebe a necessidade de criar uma imagem de prosperidade, com o que obtém alguns pontos adicionais em termos de credibilidade e também tem de se mostrar envolvido com o objeto de que trata o negócio, embora seja na realidade inexistente. Charles Ponzi, Dona Branca e Bernard Madoff, ostentaram bens de luxo sustentando a convicção para o exterior que os seus negócios eram lucrativos e robustos. Por outro lado, ao demonstrarem possuir recursos financeiros acima da média também servia para fortalecer a ideia de serem pessoas com uma invulgar capacidade e competência para negociar e visualizarem antes dos outros boas oportunidades de negócio.

O método preferencial de divulgação usado por estes fraudadores é por recomendação oral. Todavia, podem surgir situações em que, por falta de recursos financeiros da estrutura do esquema Ponzi, utilizem a publicidade convencional, para que, dessa forma, tenham a possibilidade de chegar a um maior número de pessoas, e de forma mais rápida. Desta forma, o operador do esquema Ponzi consegue captar recursos financeiros de forma célere, para poder efetuar os reembolsos aos investidores antigos. Pode-se concluir que a velocidade de desenvolvimento de um esquema Ponzi depende do volume de entradas de dinheiro para a sua estrutura, e que este está diretamente ligada ao ritmo de difusão do suposto sucesso do negócio.

Outro aspeto relevante deste estudo foi o interesse em clarificar a diferença entre esquemas Ponzi e em pirâmide. Embora ambos os esquemas operem sob o princípio de reembolsar aos participantes mais antigos com o dinheiro dos mais recentes, há algumas diferenças. Um típico esquema Ponzi apresenta-se como um investimento, em que o operador interage diretamente com os participantes, e os reembolsos não dependem do recrutamento de novos membros, mas antes da entrada de dinheiro novo, ao passo que num esquema em pirâmide é comum usar-se o disfarce da venda de um produto ou serviço usando o MMN como fachada, e os pagamentos dependem de uma comissão associada à entrada de novos membros. Quando o recrutamento de novos membros deixa de existir, o esquema em pirâmide termina. Apenas os primeiros participantes interagem com os promotores no topo da pirâmide.

Conclui-se ainda que existem técnicas e métodos comuns utilizados pelos operadores de esquemas Ponzi para captar recursos financeiros para a sua estrutura, nomeadamente por via da fraude por afinidade e através da participação de profissionais detentores de confiança, como são os agentes seguradores, os consultores financeiros ou os gestores de fundos de investimento e de fundos de pensões.

Esta investigação permitiu criar o modelo das cinco fases do esquema Ponzi. Este modelo pretende ser uma ferramenta que deve ser aliada das *red flags* na deteção deste tipo de fraude, com a vantagem de possibilitar a identificação da fase de desenvolvimento em que se encontra o esquema Ponzi. Este modelo pode revelar-se importante, na medida em que permite ao investigador do esquema fraudulento perceber o nível dos danos financeiros a que as pessoas ludibriadas estão expostas, de acordo com a fase em que se encontra o esquema Ponzi, no momento da sua deteção.

Pode-se concluir que uma fraude financeira somente será bem-sucedida para o fraudador, quando conjugadas duas partes, conseguir captar o dinheiro das pessoas e escapar ileso com esses valores. Sem esta segunda parte, pouco adianta à primeira funcionar a contento. Deste modo, um fraudador competente e sofisticado planeia as suas ações desde o início, arquitetando um plano de ilusões para ludibriar as suas vítimas e preparando a sua estratégia de saída para quando estiver prestes a ser desmascarado. Nesse sentido, Charles Ponzi, Bernard Madoff e Dona Branca foram grandes fraudadores pela metade, uma vez que foram génios na primeira parte da fraude, mas um fracasso na segunda.

Em suma, um esquema Ponzi, desde que tenha montantes a entrar superiores aos que estão a sair, será bem-sucedido, e terminará quando esta relação se inverter, esgotando os seus recursos financeiros.

Limitações da investigação

Embora existissem alguns artigos publicados em Portugal sobre este tema, somente existia um trabalho académico dedicado a esta temática, onde se faz uma abordagem computacional ao modelo matemático de Artzrouni, com recurso ao programa MATLAB ODE45. Até ao momento do desenvolvimento desta dissertação, da pesquisa efetuada não foi conhecido nenhum trabalho de revisão de literatura sobre esquemas Ponzi, nem sobre as formas de deteção deste tipo de fraude. Nesse sentido, a falta de pesquisa aprofundada sobre este tema, representou uma limitação do trabalho, uma vez que, para ser possível passar para outro nível de investigação, o trabalho desenvolvido nesta dissertação, de carácter qualitativo, tinha de ser feito.

Trabalhos e investigações futuras

Desde o início desta investigação, percebeu-se que esta seria uma temática com inúmeros pontos, a necessitarem de análise aprofundada e a merecer ser objeto de estudo pela comunidade académica, uma vez que está-se em presença de uma fraude que, quando detetada causa graves danos na sociedade, a vários níveis, nomeadamente, social, económico, financeiro, familiar, ético e moral.

Tornava-se premente, num primeiro momento, perceber de forma mais aprofundada o desenvolvimento deste tipo de esquemas fraudulentos, para, num segundo momento, ser possível avançar, por exemplo, para uma investigação quantitativa.

Nessa linha de pensamento, seria interessante a realização de um estudo sobre a correlação com a conjuntura económica, social e política, em que estes esquemas operam, ou seja, perceber se este tipo de fraude financeira, que se apresenta como sendo segura e com rendibilidades acima do mercado, têm mais aderência quando a economia de um país está a atravessar um momento de crise financeira e com restrições de acesso ao crédito, ou se a proliferação de esquemas Ponzi ocorre mesmo em economias sólidas e em franco crescimento económico. Deste modo, poder-se-ia perceber, por exemplo, se a motivação dos investidores decorre de necessidades básicas

associadas a carência financeira, ou da ganância em lucrarem, mesmo se com recurso a negócios desonestos.

O caso de Bernard Madoff teve a particularidade de ter tido investidores sofisticados e institucionais, grande parte deles profissionais do setor financeiro e gestores de fundos de investimento ou de fortunas pessoais, com incidência em vários continentes.

Outro estudo que se considera pertinente seria analisar o processo de investimento, para apurar como estes gestores e profissionais fazem as suas diligências destas instituições legais, e como avaliam cada produto financeiro antes de o recomendarem aos seus clientes. Nesse sentido, para essa investigação futura, seria importante a realização de um questionário como o proposto no Anexo IV. Este poderá, numa primeira fase, ser inquirido em Portugal, sendo o universo constituído por entidades gestoras de fundos de investimento mobiliário e imobiliário, bancos, seguradoras, entidades gestoras de fundos de pensões, fundações e empresas do PSI 20. Posteriormente, ou em paralelo, seria interessante alargar o universo para uma escala internacional, por exemplo, nos EUA, Reino Unido, França, Suíça, Brasil, Estados Árabes Unidos, entre outros. Deste modo, tentar-se-ia saber o universo que trabalha com esquemas Ponzi; qual a metodologia de investimento seguida por essas entidades no processo de investimento; a análise comportamental em relação ao risco seguida pela entidade; a avaliação à relação de confiança entre o produto/fundo financeiro oferecido versus entidade financeira promotora e entidade aderente; a análise efetuada pela entidade para verificar se tem alguma ferramenta para identificar fraudes, por exemplo, através do excesso de pagamento de comissões, de esquema Ponzi, entre outras; saber se as entidades tem comissão de risco.

Uma investigação futura de particular interesse para os profissionais de auditoria, seria analisar a perceção dos auditores portugueses sobre a relevância das *red flags* na avaliação do risco de fraude financeira por esquema Ponzi.

Outro trabalho futuro a desenvolver, seria realizar uma investigação quantitativa no âmbito da evolução da estrutura financeira de um esquema Ponzi, passível de se identificar em que etapa do modelo das cinco fases se encontra, trabalhando o valor do capital inicial a investir para assegurar o valor do capital inicial investido, o valor de novas entradas, a taxa de rentabilidade prometida pelo fundo, a taxa nominal presente, a taxa irrealista de captura de mercado para novos investimentos e a taxa de resgate para os depósitos acumulados, praticadas pelos operadores de esquemas Ponzi. Seria também interessante saber qual o período de carência necessário para assegurar o pagamento dos investidores antigos com o dinheiro dos novos, o

valor das reservas necessário para assegurar que, mesmo sem a entrada de novos dinheiros, a estrutura do esquema teria disponibilidade financeira para pagar os juros prometidos e aguentar a estrutura por mais algum tempo. Do mesmo modo, seria ainda pertinente identificar, do ponto de vista quantitativo, o melhor momento para o fraudador lançar um novo produto, permitindo solidez e robustez à estrutura do esquema Ponzi, dilatando o prazo para que o esquema passasse para a fase de declínio.

Referências bibliográficas

- ARTZROUNI, Marc – **The mathematics of Ponzi schemes**. [em linha]. (2 abril 2009). [Consult. 23 fev. 2015]. Disponível em: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/14420/>
- AZENHA, António – Assessor do Governo em esquema da D. Branca. **Correio da Manhã**. Nº 13 182. (2015)
- CAVALEIRO, Diogo - **O que é uma auditoria forense?**. [Em linha]. Jornal de Negócios, [Consult. 03 dez. 2015] Disponível em: http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/o_que_e_uma_auditoria_forense.html
- BELFO, Fernando, MARTINS, José – Métodos de Investigação Qualitativa Estudos de Casos na Investigação em Sistemas de Informação. **Proelium – Revista da Academia Militar**. (2011)
- BESON, Sandra - Recognizing the red flags of a Ponzi scheme. **The CPA Journal**. (2009). 79, Issue 6,18-25.
- BENTO, A. (2012, Abril). Investigação qualitativa e quantitativa: Dicotomia ou complementaridade?. **Revista JA** (Associação Académica da Universidade da Madeira), nº 64, ano VII (pp. 40-43). ISSN 1647-8975.
- CAVAYE, A. - Case Study Research: A Multi-Faceted Research Approach For IS. **Information Systems Journal**, 6(3), 227-242 (1996)
- CRES, Fabio – **Esquema Ponzi: como tirar dinheiro dos incautos**. [eBook]. 2014.
- COSTA, Fernando - **Finanças Comportamentais: diferença entre comportamentos de investidores individuais e gestores financeiros**. [Em linha]. IE-UNICAMP [Consult. 6 dez 2015] Disponível em: <https://fernandonogueiracosta.files.wordpress.com/2010/04/aula-14-diferenc3a7a-de-comportamentos-entre-investidores-e-assessores.pdf>

CUNHA, Mário; VALENTE, Hélder; VASCONCELOS, Paulo – Ponzi schemes: computer simulation. **Observatório de Economia e Gestão de Fraude**. ISBN 978-989-8549-67-9. 23 (2013)

DEWITT, L. - **Ponzi Schemes vs. Social Security**. Social Security Online. (2009) [Consult. 03 fev 2015] Disponível em: <http://www.ssa.gov/history/ponzi.htm>

DIOGO, Mario – **O caso D. Branca “A Banqueira do Povo”**. 1ª ed. Póvoa Sto. Adrião; Gráfica Quatro, 1993. ISBN 972-95946-0-0

ISA 240 - A responsabilidade do auditor ao considerar a fraude numa auditoria de demonstrações financeiras – **Manual das Normas Internacionais de Controlo de Qualidade, Auditoria, Revisão, Outros Trabalhos de Garantia de Fiabilidade e Serviços Relacionados**. 1ª ed. International Federation of Accountants, 2010. ISBN: 978-1-60815-052-6

FRANKEL, Tamar - **The Ponzi Scheme Puzzle: A History and Analysis of Con Artists and Victims**. 1ª ed. Oxford University Press, 2012. ISBN-13: 978-0199926619

FONSECA, Luís - A prevenção de fraude e a afirmação da auditoria forense. **Revista Portuguesa de Contabilidade**. (2015)

GRAYBOW, Martha; MCCOOL, Grant - **UPDATE 1-SEC Charges Madoff Recruiter with Fraud**. Reuters [Em linha] (2009) [Consult. 20 dez 2015] Disponível em: <http://www.reuters.com/article/madoff-sec-idUSN2250993920090622>

HENRIQUES, Diana – **The wizard of lies describes a tragedy of Shakespearean proportions**. 2012. [Em linha] [Consult. 7 dez 2015] Disponível em: <http://pifed.com/post/the-wizard-of-lies-describes-a-tragedy-of-shakespearean-proportions/>

HOPWOOD, W., LEINER, J. e YOUNG, G. **Journal of Forensic Accounting**. ISBN 9780073526850. New York: McGraw-Hill/Irwin, vol 17 (2008) 175-213.

Hedge Funds sem mistérios: entenda o que são e como funcionam – **InfoMoney**. [Consult. 24 ago 2015] Disponível em:

<http://www.infomoney.com.br/educacao/guias/noticia/412945/hedge-funds-sem-misterios-entenda-que-sao-como-funcionam>

KOTZ, H. David – **Why Ponzi Schemes Work and How to Protect Yourself from Being Defrauded.** [eBook]. 2014. ISBN 978-0-314-29297-1

JACOBS, Pearl; SCHAIN, Linda - The Never Ending Attraction of the Ponzi Scheme. **Criminal Justice Faculty Publications.** [Em linha]. (2011) [Consult. 3 mar 2015] Disponível em: https://works.bepress.com/pearl_jacobs/1/

MARKOPOLOS, Harry – Testimony of Harry Markopolos. [Em linha] (2009) [Consult. 4 abr 2015] Disponível em: <http://archives.financialservices.house.gov/media/file/hearings/111/markopolos020409.pdf>

MOREIRA, Nuno – **A Auditoria (Forense) e a Fraude.** [Em linha]. (2009) [Consult. 03 dez 2015] Disponível em: <http://visao.sapo.pt/actualidade/economia/a-auditoria-forense-e-a-fraude=f501807>

MURCIA, Fernando; BORBA, José; SCHIEHLL, Eduardo – Relevância dos red flags na avaliação do risco de fraudes nas demonstrações contábeis: A percepção de auditores independentes brasileiros. **Revista Universo Contábil.** ISSN: 1809-3337. 4:1(2008) 25-45

O que são hedge funds? – **Jornal Público.** [Consult. 24 ago. 2015] Disponível em: <http://www.publico.pt/destaque/jornal/o-que-sao-hedge-funds-19431567>

PONZI, Charles - **The Rise of Mr. Ponzi.** (1935),[Em linha] [Consult. 29 fev. 2015] Disponível em: <http://www.pnzi.com>

SEC - **Ponzi Schemes** [Em linha]. Securities and Exchange Commission, [Consult. 03 fev. 2015] Disponível em: <http://www.sec.gov/answers/ponzi.htm>

SEC - **Ponzi schemes Using virtual Currencies** [Em linha]. Securities and Exchange Commission, [Consult. 03 fev. 2015] Disponível em: http://www.sec.gov/investor/alerts/ia_virtualcurrencies.pdf

SEC - **Beware of Pyramid Schemes Posing as Multi-Level Marketing Programs** [Em linha]. Securities and Exchange Commission, [Consult. 04 fev. 2015] Disponível em: http://www.sec.gov/investor/alerts/ia_pyramid.htm

SEC - **Pyramid Schemes** [Em linha]. Securities and Exchange Commission, [Consult. 04 mar. 2015] Disponível em: <https://www.investor.gov/investing-basics/avoiding-fraud/types-fraud/pyramid-scheme>

RAMOS, Isabel - Acetatos De Métodos De Investigação Qualitativos. Unpublished Manuscript. (2010)

ROQUE, Pedro. **Auditor Forense - Contributo para a definição de uma nova profissão em Portugal.** [em linha] (s.d) [consult. em 27 nov. 2015] Disponível em: <http://www.otoc.pt/news/comcontabaudit/pdf/128.pdf>

SANDER, Peter – Madoff - A história da maior fraude financeira de sempre. Famalicão: Centro Atlântico, 2009. ISBN 978-989-615-075-4

SILVA, Gonçalo José Santos – **Auditoria Forense: Necessidades Atuais e Futuras.** Tomar: Instituto Politécnico de Tomar. 2013. [Em linha] Dissertação de Mestrado em Auditoria e Análise Financeira [Consult. 6 dez. 2015]. Disponível em: http://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/5858/1/Auditoria%20forense_necessidades%20atuais%20e%20futuras.pdf

US Inflation Calculator [Em linha] (2016) [Consult. 13 mar 2016] Disponível em: <http://www.usinflationcalculator.com/>

VIEIRA, José – **Esta mulher é um autêntico Banco.** Jornal Tal & Qual. N° 140. (1983)

VIEIRA, José – **Governo e PJ nadam em seco.** Jornal Tal & Qual. N° 206. (1984)

Tal e Qual - **Dona Branca – o fim!** Jornal Tal & Qual. N° 219. (1984)

WELLS, Joseph T. – **Fraude na empresa: prevenção e detecção.** 2ª ed. Coimbra: Edições Almedina. SA, 2009. ISBN 978-972-40-3757-8

Anexo I

Hedge Fund

Os *hedges funds* são conjuntos de investimentos privados, cuja gestão é principalmente restrita em duas áreas: quem pode investir e como são transacionados. Na génese da criação dos *hedges funds*, em 1949, esteve um australiano radicado nos EUA, Alfredo Jones, que decidiu reduzir o risco de sua carteira de ações através de posições de venda (uma posição de venda no mercado de ações indica que o investidor vendeu as ações a descoberto, ou seja, que não possuía, acreditando numa queda das suas cotações) em outras ações. Assim, ao manter uma posição de compra em ações que acreditava terem potencial de venda em papéis nos quais estava pessimista, Jones conseguiu reduzir a exposição ao risco no mercado de ações. Estava criada a estratégia *long/short* no mercado de ações. Trabalhando tanto com posições de compra como de venda, Jones reduzia o risco, pois caso o mercado como um todo caísse, iria ganhar pelo menos uma parte de suas posições (aqui, as de venda, ou short). Esta estratégia, em forma de uma espécie de seguro, ou *hedge* (cobertura), contra uma reação adversa do mercado, Jones criou o conceito de investimentos que ajudariam os investidores a cobrir o risco das quebras do mercado ou de acontecimentos não previstos: o *hedge fund*. Os *hedge funds* são hoje um tipo de fundo de investimento privado acessível apenas a um número limitado de pessoas, já que o capital mínimo para investir é elevado. Em Portugal, existem *hedge funds* que não necessitam de estar registados na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), pelo que são considerados como fundos secretos ou não regulados. Os *hedges funds* empregam uma grande variedade de estratégias e, em algumas ocasiões, nem sequer estão «cobertos» contra o mercado. Este tipo de fundos são estruturados em forma de associações, sendo o sócio geral o administrador da carteira de investimentos, o qual está encarregado de tomar as decisões quanto ao investimento, enquanto outros investidores exercem o trabalho como sócios limitados. O objetivo dos gestores de fundos *hedges* é obter benefícios muito mais elevados do que os fundos de investimento tradicionais ou outros veículos de investimento, e ao mesmo tempo não querem estar dependentes de um mercado. É comum, em várias ocasiões, os mercados financeiros com alta volatilidade serem escolhidos para investir, já que podem produzir melhores resultados. A vantagem dos *hedges funds* está na possibilidade de aplicar uma ampla variedade de estratégias e combinar investimentos bolsistas de curto e longo prazo, para proteger uma carteira face às oscilações do mercado. Os *hedges funds* podem investir numa maior diversidade de produtos (por exemplo, bens imóveis, arte, produtos agrícolas, domínios web, matérias-primas, moedas, e até em produtos sem ativo subjacente) que os fundos de investimento tradicionais (por exemplo,

ações, dívida pública), ganhando com as variações de preço. O gestor de *hedge funds* pode colocar em prática a técnica de alavancagem, vendas a descoberto, troca de empréstimos por ativos, entre outras formas de forma a obter a máxima rentabilidade para os seus clientes. Contudo, embora os investidores possam ter ganhos superiores à média, os *hedges funds* também são conhecidos por serem arriscados, quando adotam estratégias que envolvem alavancagem, como Bernard Madoff utilizava, ou seja, o uso de derivativos para multiplicar o desempenho do fundo. Na prática, os *hedges funds* são fundos de investimento altamente especulativos, que visam rentabilizar ao máximo os capitais que lhes são confiados.

Anexo II

Simulações numéricas de esquemas filantrópicos apresentadas no *working paper* n° 23/2013 do Observatório de Economia e Gestão de Fraude:

Pressupostos assumidos para as simulações:

S(o)	Rw	Rp	Rn	time to collapse
280	0,12	0,15	0,04	N/A (Fig. 1)
275	0,12	0,15	0,04	N/A
265	0,12	0,15	0,04	369
245	0,12	0,15	0,04	259 (Fig. 2)
175	0,12	0,15	0,04	138
100	0,12	0,15	0,04	80
245	0,12	0,155	0,04	146

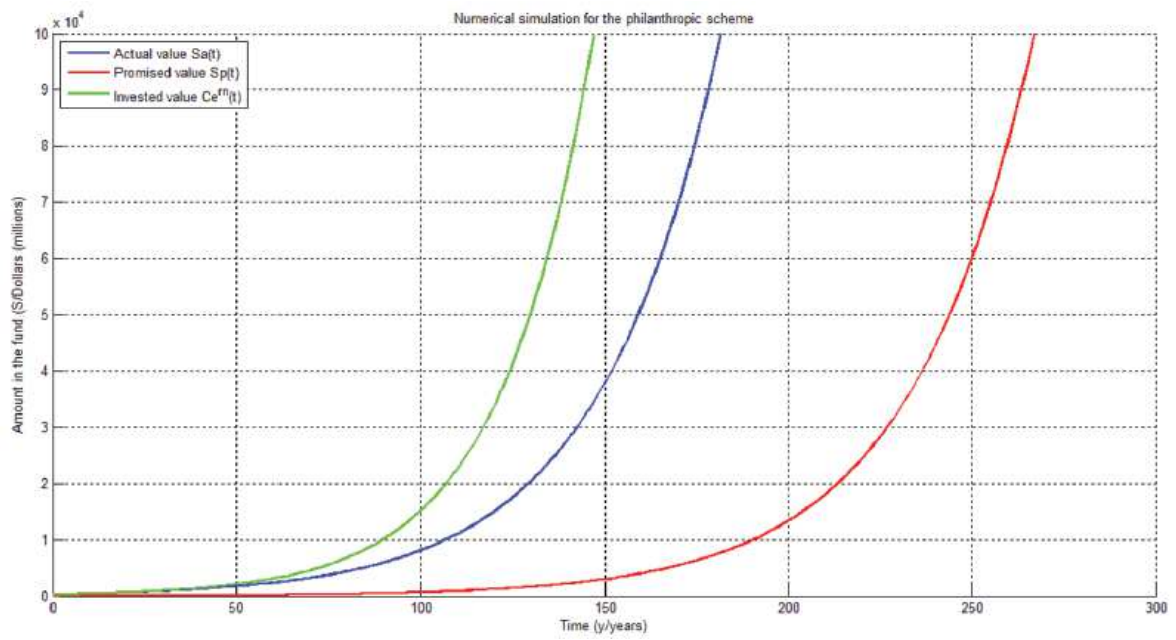
Fonte: *Ponzi scheme – computer simulation*, Cunha et al. (2013)

Sendo,

S(0)	Densidade dos depósitos iniciais
Rw	Taxa de resgate para depósitos acumulados
Rp	Taxa de rentabilidade prometida
Rn	Taxa de juro nominal

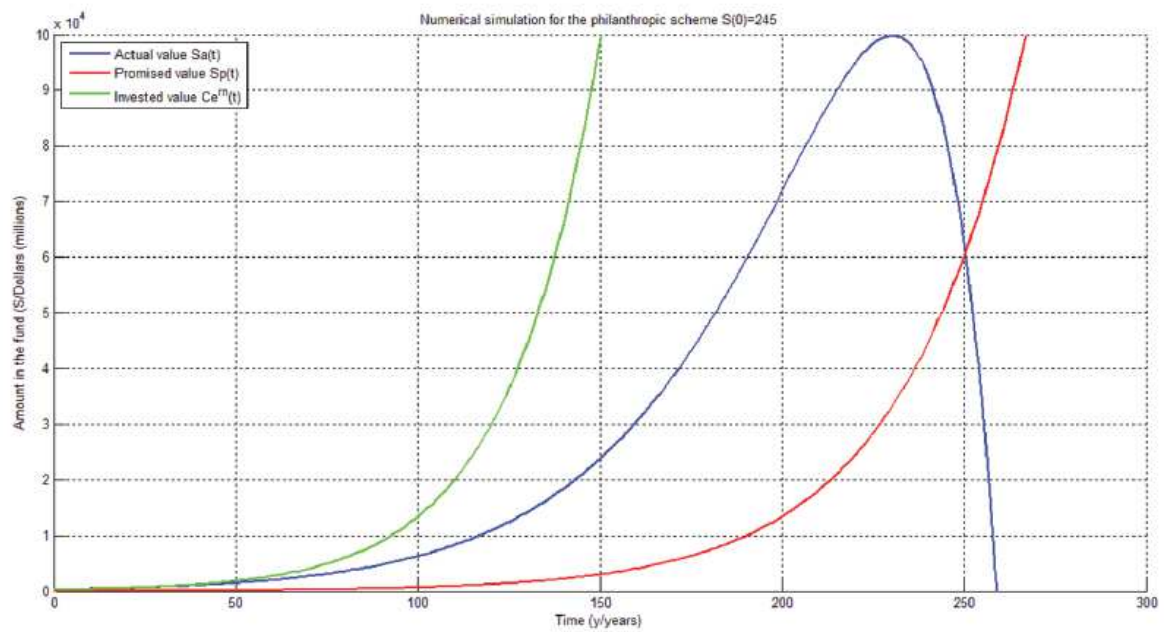
Fonte: *Ponzi scheme – computer simulation*, Cunha et al. (2013)

Fig. 1 – numerical simulation for the philanthropic scheme



Fonte: *Ponzi scheme – computer simulation*, Cunha et al. (2013)

Fig. 2 – numerical simulation for the philanthropic scheme $S(0)=245$



Fonte: *Ponzi scheme – computer simulation*, Cunha et al. (2013)

Anexo III

A União Postal Universal

A União Postal Universal (UPU), com sede em Berna, foi criada em 1874, na sequência das resoluções do Tratado de Berna, tendo como missão fomentar a cooperação entre os serviços postais dos países-membros, estabelecendo regras sobre trocas postais internacionais. Em 1906, foi criado o cupão de resposta internacional, para facilitar a comunicação postal mundial, dado que permitia o pagamento antecipado do retorno de correspondência enviada a outro país (Cres, 2014). O cupão podia ser trocado livremente entre países-membros, com um valor fixo de 28 centavos de franco suíço ou em valor equivalente em moeda dos países participantes do programa. A UPU determinava o valor de troca do cupão de resposta como sendo equivalente a 25 centavos de franco suíço, que poderiam ser trocados por produtos postais (selos), em quantidade equivalente, conforme a moeda do país onde a permuta ocorresse (Cres, 2014). A fixação do valor de troca, em cada país-membro, refletia, assim, a intenção de uniformizar o valor do cupão, favorecido pelo câmbio fixo entre as várias moedas nacionais (Cres, 2014). Com a débil economia mundial nos anos pós Primeira Guerra Mundial, muitas moedas nacionais sofreram oscilações de valor, e à medida que a frequência dessas variações foram aumentando, a UPU passou a ter dificuldades em acompanhá-las, deixando de atualizar os valores de troca em cada país-membro. Deste modo, surgiram oportunidades de especulação entre algumas moedas e os cupões de resposta internacional, que Charles Ponzi soube aproveitar, colocando o cupão de resposta internacional numa posição central de euforia financeira no pós-guerra.

Anexo IV

Proposta da base de inquérito

Processo de investimento

1. Seleção e decisão de investimento
 - a. *Deal finders* – Apresentações diretas de oportunidades de investimento/negócio
 - b. *Screening* – Análise de todas as ofertas existentes no mercado
 - c. *Due diligence process* – Processo de diligência financeira /legal /administrativa /fiscal

Perguntas:

- a. Política de investimento:
 - Qual é a política de investimento seguida?
 - Direto? Eles próprios procuram
 - Indireto? Via apresentadores ou via apresentação de investimento
 - Ambas
 - Quais os critérios de seleção seguidos:
 - Diligência legal?
 - Interna (recursos internos)
 - Advogados especializados em mercados financeiros
 - ROC
 - Consultores externos
 - Peritos em auditoria forense
 - Agências de *rating*
 - Banco de Portugal
 - CMVM
 - Outros
 - n/a
 - Diligência financeira?
 - Interna
 - ROC
 - Peritos em auditoria forense
 - Agências de *rating*
 - Banco de Portugal
 - CMVM
 - Outros
 - n/a
 - Diligência social (socialmente responsáveis)
 - Interna
 - Advogados especializados em mercados financeiros
 - ROC
 - Peritos em auditoria forense
 - n/a
- b. Qual é a metodologia das diligências?
 - Diligência financeira?

- Análise dos 2 últimos relatórios auditados
 - Análise dos 3 últimos relatórios auditados
 - Avaliações independentes
 - Análise de balancetes (recentes)
 - *Cross-check*
 - Outros: indicar qual
 - Não quer responder
- Diligência legal e regulatória?
 - Não
 - Sim
 - Não quer responder
 - Diligência sobre as pessoas-chaves (do negócio/fundo/produto financeiro)
 - Não
 - Sim, como?
 - Diligência por pessoas externas (polícia judicial, consultores, inspetores privados)
 - Diligência interna (arquivos)
 - Baseada na confiança do gestor
 - Baseada na reputação no mercado
 - Baseada nos resultados/performance passadas
 - Não quer responder
 - Diligência social (socialmente responsáveis)
 - Não
 - Sim
 - Não quer responder
2. Monitorização do investimento
- a. Medidas internas de controlo?
 - i. Não
 - ii. Sim
 - Relatórios financeiros obrigatórios
 - Reuniões periódicas
 - Contactos regulares com a equipa de gestão
 - Pedidos formais pontuais à equipa de gestão
 - Cruzamento de dados/informação
 - *Benchmarking*
 - iii. Não quer responder
 - b. Existe equipa dedicada ao controlo de risco/ comissão de risco do investimento?
 - i. Não
 - ii. Sim
 - Com a missão de monitorizar os riscos das equipas internas
 - Com a missão de monitorizar os riscos ligados a investimentos
 - Com a missão de monitorizar alterações legais e regulatórias importantes
 - iii. Não quer responder
 - c. Peritos internos?
 - i. Área de atuação
 - Controlo sistemático dos custos operacionais do fundo

- Esquema Ponzi
- Validação da veracidade da informação dos relatórios financeiros
- Acompanhamento junto do gestor do fundo/produto financeiro na venda e compra do investimento
- Documentos falsos
- Cruzamento da informação prestada

3. Saída do investimento

- a. Motivações da saída do investimento
 - i. Necessidade de liquidez
 - ii. Alteração da política de investimento
 - iii. Modificação do portfólio
 - iv. Perda de confiança no gestor
 - v. Sinais de fraude
 - vi. Alterações regulatórias
 - vii. Incertezas macroeconómicas