



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

JÔNATAS ALEXANDRE ROCHA JÚNIOR

**O CRIME DE GESTÃO TEMERÁRIA DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA À LUZ DA
TEORIA DA IMPUTAÇÃO OBJETIVA**

FORTALEZA

2026

JÔNATAS ALEXANDRE ROCHA JÚNIOR

O CRIME DE GESTÃO TEMERÁRIA DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA À LUZ DA
TEORIA DA IMPUTAÇÃO OBJETIVA

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial à obtenção do título de mestre em direito. Área de concentração: Constituição, sociedade e pensamento jurídico.

Orientador: Prof. Dr. Sérgio Bruno Araújo
Rebouças;
Coorientador: Prof. Dr. Eduardo Viana Portela
Neves.

FORTALEZA

2026

JÔNATAS ALEXANDRE ROCHA JÚNIOR

O CRIME DE GESTÃO TEMERÁRIA DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA À LUZ DA
TEORIA DA IMPUTAÇÃO OBJETIVA

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial à obtenção do título de mestre em direito. Área de concentração: Constituição, sociedade e pensamento jurídico.

Aprovada em: xx/02/2026.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Sérgio Bruno Araújo Rebouças (Orientador)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Eduardo Viana Portela Neves (Coorientador)
Universidade Federal da Bahia (UFBA)

Prof. Dr. Emetério Silva de Oliveira Neto
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Marcelo Almeida Ruivo
Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul (PUC/RS)

A Deus.

Aos meus pais, Jônatas e Rosiane.

Ao amor da minha vida, Victória.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, a Deus. Se ele não edificar a casa, em vão trabalham os que edificam; se ele não guardar a cidade, em vão vigiam as sentinelas.

Agradeço, em segundo lugar, à minha amada esposa, Ana Victória de Araújo Lopes Rocha, que, pacientemente, suportou minhas ausências enquanto escrevia esta dissertação, me acalmou nos picos de estresse, me apoiou em cada palavra e foi um sopro de paz no árduo trabalho de produção acadêmica e na minha vida como um todo. Te amo, meu amor. Obrigado por tudo.

Agradeço aos meus pais, Jônatas e Rosiane, que me ensinaram o valor do estudo, do trabalho e da dedicação. Agradeço especialmente por cada sacrifício que vocês fizeram para que eu recebesse a melhor educação possível. Não poderia deixar de agradecer, também, à minha irmã, Sthefany, e ao meu cunhado, Dawel, por todos esses anos e agora pelos meus sobrinhos, Zyan e Analu. Amo vocês.

Agradeço aos meus sogros, Sérgio e Isabel, pelo apoio prestado e, também, à minha cunhada, Izabelly. Também amo vocês.

Agradeço ao Prof. Dr. Sérgio Bruno Araújo Rebouças, por me ensinar tanto desde a graduação e pela diligente orientação. Agradeço, igualmente, ao Prof. Dr. Eduardo Viana, por todo o auxílio na dissertação, desde a banca de qualificação e, sobretudo, por todos os ensinamentos.

Agradeço aos colegas de mestrado, por todo o apoio mútuo prestado ao longo desses dois anos.

Agradeço à Universidade Christus, por ter me dado a oportunidade de exercer a docência, atividade profissional que eu mais gosto.

Agradeço, igualmente, aos colegas de advocacia e de vida, especialmente José Gutemberg de Sousa Rodrigues Júnior, Paulo Juan de Sousa Alves, Athirson Ferreira do Nascimento, João Pedro da Silva Lima e Gustavo Moreira Mesquita.

Por fim, agradeço aos membros da banca examinadora, Profs. Drs. Marcelo Almeida Ruivo e Emetério Silva de Oliveira Neto, pelo tempo empenhado na leitura deste trabalho.

RESUMO

No contexto da sociedade de riscos, o delito de gestão temerária de instituição financeira tem se mostrado um tipo penal demasiadamente aberto. Por essa razão, parcela da doutrina defende a sua inconstitucionalidade por violação ao princípio da taxatividade, embora a jurisprudência não tenha acolhido essa tese. A partir da redação legal - se a gestão é temerária - não é possível, aprioristicamente, distinguir o gestor zeloso porém malsucedido daquele que é criminosamente temerário, culminando em cenário de insegurança jurídica. Em paralelo, a teoria da imputação objetiva dispõe de ferramentas sofisticadas não apenas para a imputação de resultados lesivos, mas também para o enriquecimento do próprio tipo a partir dos requisitos de criação do risco desaprovado. Nesse sentido, o presente trabalho investiga se a imputação objetiva pode fornecer parâmetros mais claros para a aplicação do delito de gestão temerária. A pesquisa partiu de panorama doutrinário, histórico-evolutivo e jurisprudencial sobre o tema, para, em seguida, apresentar as linhas gerais da teoria da imputação objetiva, considerando sobretudo as contribuições de Claus Roxin e Wolfgang Frisch, para, ao final, aplicar os critérios de imputação ao delito de gestão temerária. Trata-se de pesquisa bibliográfica, exploratória, que utilizou o método dedutivo.

Palavras-chave: Tipos vagos; Gestão temerária; Teoria da Imputação objetiva.

ABSTRACT

Within the context of the risk society, the offense of reckless management of a financial institution has proven to be an excessively open criminal type, such that part of the scholarly literature argues for its unconstitutionality due to a violation of the principle of definiteness, although this thesis has not been embraced by case law. From the statutory wording - whether the management is reckless - it is not possible, a priori, to distinguish the diligent yet unsuccessful manager from the one who is criminally reckless, thereby producing a scenario of legal uncertainty. In parallel, the theory of objective imputation provides sophisticated tools not only for the attribution of harmful results, but also for the enrichment of the very structure of the offense through the requirements of creating a legally disapproved risk. In this sense, the present study investigates whether objective imputation can offer clearer parameters for the application of the offense of reckless management. The research begins with a doctrinal, historical-evolutionary, and jurisprudential overview of reckless management, then sets out the general contours of the theory of objective imputation - particularly in light of the contributions of Roxin and Wolfgang Frisch - and, finally, applies the criteria of imputation to the offense in question. This is a bibliographical and exploratory study employing the deductive method.

Keywords: Vague criminal types; Reckless management; Theory of objective imputation.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CMN	Conselho Monetário Nacional
STJ	Superior Tribunal de Justiça
STF	Supremo Tribunal Federal
TRF	Tribunal Regional Federal

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 O CRIME DE GESTÃO TEMERÁRIA DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA	12
2.1 PANORAMA DOUTRINÁRIO	13
2.1.1 Âmbito de aplicação: conceito de instituição financeira para fins penais.....	13
2.1.2 Bem jurídico tutelado	16
2.1.3 Tipicidade objetiva	18
2.1.4 Tipicidade subjetiva.....	25
2.2 PANORAMA HISTÓRICO-EVOLUTIVO	27
2.3 PANORAMA JURISPRUDENCIAL	29
2.4 RESULTADOS PARCIAIS	35
3. (IN)APLICABILIDADE DA TEORIA DA IMPUTAÇÃO OBJETIVA AOS CRIMES DE PERIGO ABSTRATO E SEUS CRITÉRIOS DE APLICAÇÃO	36
3.1 CRITÉRIOS DE IMPUTAÇÃO OBJETIVA	36
3.1.2 Fundamentos da teoria da imputação objetiva	37
3.1.2.1 Fundamentos da teoria da imputação objetiva em Claus Roxin.....	38
3.1.2.2 Fundamentos da teoria da imputação objetiva em Wolfgang Frisch.....	40
3.1.2.3 Outros apontamentos	42
3.2 O RISCO NÃO TOLERADO PELO DIREITO	44
3.2.1 Diminuição do risco	46
3.2.2 Risco permitido	48
3.3 A REALIZAÇÃO DO RISCO NO RESULTADO.....	56
3.4 RESULTADOS PARCIAIS	58
4. O CRIME DE GESTÃO TEMERÁRIA À LUZ DA TEORIA DA IMPUTAÇÃO OBJETIVA.....	59
4.1 O RISCO NÃO TOLERADO PELO DIREITO NO CRIME DE GESTÃO TEMERÁRIA DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA	60
4.1.1 O risco permitido no crime de gestão temerária de instituição financeira	62
4.1.1.1 Os standards sociais de conduta	65
4.1.1.2 O consentimento dos titulares do patrimônio	67
4.1.1.3 A natureza das normas técnicas violadas e a intensidade da violação	69
4.1.2 Diminuição do risco no crime de gestão temerária de instituição financeira.....	75
4.1.3 Compliance e princípio da confiança no crime de gestão temerária de instituição financeira	77
4.2 A REALIZAÇÃO DO RISCO NO RESULTADO NO CRIME DE GESTÃO TEMERÁRIA DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA	78
5 CONCLUSÃO.....	82
REFERÊNCIAS	85

1 INTRODUÇÃO

O princípio da legalidade, previsto no art. 5º, XXXIX da Constituição da República, possui como corolário lógico a taxatividade, que, atuando na perspectiva do legislador, exige que os tipos penais possuam uma redação clara e certa, de modo que, na perspectiva dos cidadãos, conheça-se claramente o conteúdo do injusto; isto é, saiba-se, aprioristicamente o que é proibido e o que é permitido pelo direito.

Não obstante, a taxatividade penal vem sendo pressionada por novas técnicas legislativas que afloram no contexto de sociedade de riscos. A produção social de riscos advinda das dinâmicas pós-industriais cria uma demanda por proteção de novos bens jurídicos supraindividuais, suprida por meio da inserção no ordenamento de tipos vagos, abstratos, abertos ou ainda de perigo, concreto ou abstrato.

Nessa esteira, o crime de gestão temerária de instituição financeira, previsto no art. 4º, parágrafo único, da Lei dos Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional (Lei n.º 7.492/1986), apesar de estar historicamente exigindo resultado naturalístico (redação do antigo Decreto n.º 859/1938), sofreu alterações significativas em 1986 para adotar uma redação vaga e imprecisa, suscitando debates a respeito de sua inconstitucionalidade.

Argumenta-se que se trata de um tipo inconstitucional, por não ser possível, a partir de sua redação (se [a gestão] é temerária), definir, sob uma perspectiva *ex ante*, o que é ou não temerário. Dessa forma, o tipo não fornece elementos suficientes para distinguir o administrador zeloso e mal sucedido daquele criminosamente temerário. Não obstante, a jurisprudência pátria vem chancelando sua constitucionalidade.

Paradoxalmente, ao mesmo tempo em que assentou a constitucionalidade do tipo, muitos dos julgados que tratam a respeito da gestão temerária parecem vacilantes quanto aos critérios para se definir a temeridade da gestão, reduzindo a valoração dessa elementar ao mero descumprimento de normas técnicas, em oposição à noção de direito penal como *ultima ratio* na proteção de bens jurídicos.

Noutro giro, a teoria da imputação objetiva, considerada uma das mais importantes contribuições dogmáticas do último século, apresenta parâmetros de imputação relevantes à interpretação dos tipos vagos; inclusive, por considerá-la, não somente uma teoria que vincula o resultado naturalístico à conduta do autor, mas uma teoria geral da tipicidade, sua relevância ultrapassa o campo dos crimes de resultado, alcançando, também, os crimes de perigo, onde a doutrina majoritária insere a gestão temerária de instituição financeira.

Dessa forma, a hipótese que se pretende investigar nesta pesquisa é se a teoria da imputação objetiva pode fornecer parâmetros de interpretação para o delito de gestão temerária de instituição financeira, fornecendo critérios normativos de aferição *ex ante* do que constitui e o que não constitui temeridade, com vistas a sugerir um modelo teórico de aplicação do tipo que garanta maior segurança jurídica.

Para isso, o primeiro capítulo aborda as características fundamentais do tipo penal que se pretende investigar, traçando um panorama geral doutrinário, histórico-evolutivo e jurisprudencial. Pretende-se, a partir do bem jurídico tutelado, compreender a natureza do tipo quanto ao âmbito de aplicação, quanto à exigência de resultado e momento de consumação, bem como o modo como os tribunais vêm decidindo sobre ele.

O segundo capítulo, por sua vez, traça as linhas básicas da teoria da imputação objetiva, apresentando seus fundamentos tanto em Claus Roxin quanto em Wolfgang Frisch, a partir do qual é possível compreender a noção de risco permitido como elemento geral de tipicidade (norma de conduta). Após, traçam-se considerações gerais sobre os critérios de imputação aplicáveis ao delito em estudo: a criação do risco juridicamente proibido e a realização do risco no resultado.

Por fim, o terceiro capítulo tem o objetivo de aplicar a teoria da imputação objetiva ao crime de gestão temerária de instituição financeira, tanto a partir da criação do risco não permitido, aplicável tanto se o tipo for interpretado como de perigo quanto de resultado, como a partir da realização do risco no resultado, aplicável se o tipo for interpretado como de resultado, como defendido no primeiro capítulo. Desse modo, a partir dos critérios de imputação objetiva, sugere-se balizas interpretativas para o tipo penal.

2 O CRIME DE GESTÃO TEMERÁRIA DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA

Poucos tipos da legislação penal especial são objeto de tanta controvérsia quanto o de gestão temerária de instituição financeira, previsto no art. 4º, parágrafo único, da Lei dos Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional (Lei n.º 7.492/1986)¹. A redação do seu preceito primário (*se a gestão é temerária*) é alvo de críticas por ser demasiadamente vaga e imprecisa, defendendo-se, inclusive, sua inconstitucionalidade por violação ao princípio da taxatividade²,

¹ BRASIL. Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional e dá outras providências. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 18 jun. 1986. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/17492.htm. Acesso em: 10 out. 2025.

² CALLEGARI, André Luís. Legitimidade constitucional do direito penal econômico: uma crítica aos tipos penais abertos. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 851, p. 432–444, set. 2006. DTR\2006\564.

tese que, contudo, não encontrou acolhida na jurisprudência.

Com efeito, considerando o escopo deste trabalho, é pertinente desenvolver uma exposição preliminar a respeito do tipo penal em questão. Nesse sentido, o presente capítulo pretende apresentar um panorama da gestão temerária de instituição financeira do ponto de vista doutrinário, histórico-evolutivo e jurisprudencial, assentando as bases à compreensão dos problemas relativos ao tipo e para avaliar a (im)possibilidade e utilidade da aplicação da teoria da imputação objetiva ao caso.

O panorama doutrinário, nesse contexto, tem por finalidade apresentar o estado da arte sobre a gestão temerária na doutrina especializada. O panorama histórico-evolutivo, por sua vez, visa subsidiar a discussão com uma genealogia do tipo no ordenamento pátrio. E o panorama jurisprudencial, por fim, busca apresentar uma contextualização prática do tratamento da matéria pelos Tribunais Regionais Federais a partir de julgados dos últimos anos.

2.1 PANORAMA DOUTRINÁRIO

A análise doutrinária do tipo penal em estudo demanda uma delimitação de seu âmbito de aplicação e uma exposição do seu tipo objetivo e do seu tipo subjetivo. A análise específica do campo de aplicação mostra-se necessária, na medida em que a descrição da conduta típica faz referência a conceitos que não são plenamente descritos na norma, tratando-se, assim, de tipo penal aberto, cuja aplicação exige integração interpretativa; técnica de tutela penal comum aos chamados crimes de colarinho branco, em que se insere a gestão temerária.³

2.1.1 Âmbito de aplicação: conceito de instituição financeira para fins penais

O delito de gestão temerária (art. 4º, parágrafo único da Lei n.º 7.492/1986) tem sua esfera de incidência delimitada pelo art. 1º da Lei n.º 7.492/1986. O art. 1º demarca o objeto de tutela jurídico-penal de todos os tipos previstos na lei⁴ e serve como matriz interpretativa do *caput* do art. 4º, ao qual faz remissão o parágrafo único, que tipifica a gestão temerária. Isto é, a gestão temerária somente se configura no âmbito de uma instituição financeira (art. 4º *caput* c/c art. 4º, parágrafo único), cujo conceito, para fins penais, está previsto no art. 1º.

³ FIGUEIREDO, Guilherme Gouvêa de. A teoria dos white-collar crimes, suas divergências conceituais e a necessária reflexão sobre as técnicas de tutela. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, v. 94, p. 417–458, jan./fev. 2012.

⁴ ALBUQUERQUE, Cândido. REBOUÇAS, Sérgio. **Crimes contra o sistema financeiro nacional: comentários à Lei 7.492/1986 e à Lei 6.385/1976**. São Paulo: Tirant Lo Blanch, 2022. p. 53.

Além disso, por expressa previsão legal e pela natureza do verbo empregado pelo legislador (*gerir*), o rol de pessoas que podem ser responsabilizadas pelo delito é limitado, estando descrito no art. 25, §§ 1º e 2º da Lei n.º 7.492/1986, que definem quem pode ser considerado gestor de instituições financeiras — o que assenta a natureza da gestão temerária como crime próprio⁵. Dessa forma, o tipo penal somente pode ser praticado a partir de uma instituição financeira, pelo gestor da instituição financeira.

À luz do art. 1º, entende-se por instituição financeira “a pessoa jurídica de direito público ou privado que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários”.

Segundo Pimentel, a expressão empregada pela lei – instituição financeira – é tecnicamente questionável, visto que o campo de aplicação do direito financeiro é a gestão do orçamento público do Estado, o que, como será exposto adiante, não guarda correspondência com a atividade das instituições financeiras⁶.

Em contrapartida, conforme Albuquerque e Rebouças, o art. 1º, *caput*, primeira parte, dá ênfase às atividades típicas de instituição financeira: captação, intermediação e aplicação de recursos privados de terceiros⁷.

A captação consiste na angariação de recursos de agentes econômicos superavitários, mediante a oferta de remuneração. A intermediação refere-se à concessão de crédito a agentes deficitários, de modo que a instituição financeira auferir, a título de *spread* bancário, remuneração superior àquela paga aos agentes superavitários, da qual decorre o seu lucro. A aplicação, por fim, consiste no investimento desses recursos em um dos diversos empreendimentos disponíveis no mercado, com a finalidade de gerar remuneração tanto para a instituição financeira quanto para os agentes econômicos que disponibilizam os recursos⁸.

Esta primeira parte do art. 1º, portanto, trata das operações econômicas realizadas com recursos financeiros de terceiros, visando ao lucro. Tem-se, nessa conjuntura, uma operação inerentemente arriscada, visto que, na intermediação de recursos, sempre há o risco de

⁵ BITENCOURT, Cezar Roberto. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais**. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 2022. E-book.

⁶ PIMENTEL, Manoel Pedro. Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional. **Doutrinas Essenciais de Direito Penal Econômico e da Empresa**, v. 5, p. 921–936, jul. 2011. DTR\2012\676.

⁷ ALBUQUERQUE, Cândido. REBOUÇAS, Sérgio. Op. Cit. p. 52.

⁸ ERLING, Marlos Lopes Godinho. **Regulação do Sistema Financeiro Nacional**. São Paulo: Almedina Brasil, 2015. E-book.

inadimplemento por parte dos agentes deficitários que solicitam empréstimos, além de riscos relativos aos empreendimentos nos quais a instituição financeira pode investir, motivo pelo qual a matéria não somente é amplamente regulada no âmbito administrativo, mas recebe, também, guarida penal⁹.

Na segunda parte do artigo, ampliando o âmbito de aplicação da lei, o legislador assenta que também são consideradas instituições financeiras aquelas que realizam “a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários”.

Valores mobiliários, ou títulos de bolsa, definidos pelo art. 2º da Lei n.º 6.385/1976¹⁰, podem ser definidos como títulos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, parceria ou remuneração, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros¹¹. Caracterizam-se por serem expedidos em volume massivo, com valores idênticos, destinados à circulação na bolsa de valores ou no mercado de ações por um longo e indeterminado prazo¹².

Logo, qualquer pessoa jurídica que custodiar, emitir, distribuir, negociar, intermediar ou gerir tais valores, também enquadra-se como instituição financeira, sendo objeto da tutela penal. Com razão, visto que, tal qual na primeira hipótese, existe patrimônio de terceiros investido em uma cadeia de investimentos, a justificar a tutela penal.

Em complemento, o parágrafo único do art. 1º estabelece ainda instituições financeiras por equiparação. O inciso I assenta que equipara-se à instituição financeira a pessoa jurídica que “capte ou administre seguros, câmbio, consórcio, capitalização ou qualquer tipo de poupança, ou recursos de terceiros”.

O inciso I-A, acrescido pela Lei n.º 14.478/2022¹³, em complemento, dispõe que também equiparam-se às instituições financeiras as pessoas jurídicas que ofereçam serviços referentes a ativos digitais, entendidos como representação digital de valor que pode ser negociada e transferida digitalmente e que pode ser utilizada para fins de pagamento ou

⁹ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. A estrutura do sistema financeiro nacional e os crimes financeiros: a gestão temerária. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 95, p. 95–148, jan./mar. 2022. DTR\2022\3817.

¹⁰ BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 9 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 15. Out. 2025.

¹¹ CARRETE, Liliam Sanchez. **Mercado Financeiro Brasileiro**. Rio de Janeiro: Atlas, 2019. *E-book*.

¹² BALTAZAR JÚNIOR, José Paulo. **Crimes Federais**. 11. Ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 597.

¹³ BRASIL. **Lei nº 14.478, de 21 de dezembro de 2022**. Dispõe sobre diretrizes a serem observadas na prestação de serviços de ativos virtuais e na regulamentação das prestadoras de serviços de ativos virtuais; e altera as Leis nº 7.492, de 16 de junho de 1986, e nº 9.613, de 3 de março de 1998. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 22 dez. 2022. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/lei/L14478.htm. Acesso em: 15 out. 2025.

investimento.¹⁴

O ponto de tensão, não obstante, está no inciso II, que equipara à instituição financeira “a pessoa natural que exerça quaisquer das atividades referidas neste artigo, ainda que de forma eventual”. Para Bitencourt, há uma absoluta desproporcionalidade nessa equiparação, pois seria suficiente “que um indivíduo captasse recursos de dois ou três amigos, com a promessa de aplicá-los no sistema financeiro, para que a lei o considerasse para fins penais equiparado ao presidente de um banco múltiplo”¹⁵.

Sem embargo, excetuada essa última hipótese, apesar de existirem vozes divergentes, entende-se que a amplitude do conceito de instituição financeira se dá diante da necessidade de adaptabilidade da lei diante da dinâmica do mercado. Nas lições de Albuquerque e Rebouças, eventuais imprecisões podem ser corrigidas à luz de uma interpretação restritiva, guiada pelo bem juridicamente tutelado pelos tipos da Lei dos Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional¹⁶. Por fim, a análise do art. 25 da lei de regência será oportunamente realizada em tópico próprio.

2.1.2 Bem jurídico tutelado

A aplicação da teoria da imputação objetiva pressupõe a definição precisa do bem jurídico protegido pelo tipo penal a ser imputado, sob pena de inaplicabilidade de seus critérios. Portanto, mais do que uma mera análise de tipicidade objetiva, a investigação proposta neste trabalho tem por *conditio sine qua non* a delimitação mínima do bem jurídico do tipo de gestão temerária.

Nesse contexto, entende-se que a intervenção penal somente é legítima se ofender, de modo significativo, um bem jurídico imprescindível ao livre desenvolvimento social¹⁷. O conceito de bem jurídico, contudo, é disputado na doutrina. De modo geral, há certa convergência no sentido de que todo bem jurídico tutelado representa um valor ou bem da vida, material ou imaterial, com lastro constitucional, útil ao desenvolvimento humano¹⁸. Sem embargo, discute-se a idoneidade do direito penal para tutelar os chamados bens jurídicos supraindividuais ou coletivos.

¹⁴ ARAS, Vladimir. Os aspectos penais da Lei Brasileira dos Criptoativos. **Revista do Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro**, Rio de Janeiro, n. 88, p. 267-300, abr./jun. 2023.

¹⁵ BITENCOURT, Cezar Roberto. Op. Cit. *E-book*.

¹⁶ ALBUQUERQUE, Cândido. REBOUÇAS, Sérgio. Op. Cit. p. 58.

¹⁷ TOLEDO, Francisco Assis de. **Princípios básicos de direito penal**. 5. Ed. São Paulo: Saraiva, 1994. p. 15.

¹⁸ PRADO, Luiz Régis. **Bem jurídico-penal e a constituição**. 8. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. Ebook.

O delito de gestão temerária está no cerne dessa discussão. Para Áureo de Paula, o bem jurídico protegido pelo delito de gestão temerária é a fé pública e o regular funcionamento do sistema financeiro nacional¹⁹. Bitencourt, em sentido semelhante, entende que protege-se a lisura, correção e honestidade das operações atribuídas e realizadas por instituições financeiras e assemelhadas, ainda que se proteja também o patrimônio coletivo dos investidores²⁰. Baltazar Júnior entende que a tutela recai sobre o correto funcionamento, credibilidade e higidez do sistema financeiro nacional, e não o risco da própria instituição²¹.

Há, desse modo, pluralidade de autores que compreendem que o objeto de proteção jurídico-penal é um bem jurídico supraindividual “higidez do sistema financeiro nacional”. A lógica subjacente a essa posição é que, num contexto em que o sistema econômico interligado expande as possibilidades de mercado, faz-se necessário, em contrapartida, a intervenção estatal na ordem econômica como redutora de riscos para pessoas naturais e jurídicas, em atenção ao princípio da segurança²².

Não obstante, diante da necessidade concreta de identificar os verdadeiros bens jurídicos protegidos pela norma penal²³, a partir do caráter fragmentário do direito penal, questiona-se a idoneidade do direito penal para essa espécie de tutela. Se por um lado a abstrativização do direito penal, a partir dos bens jurídicos coletivos, desvirtua o seu papel, privilegiando a proteção de funções do Estado em detrimento da pessoa humana²⁴, por outro, abre margem para a criação de falsos bens jurídicos sem referibilidade concreta, cuja proteção é, por definição, impossível²⁵.

Isto é, dizer que a tutela penal recai sobre a higidez do sistema financeiro sem apontar referibilidade concreta do suposto bem jurídico tutelado torna inócua a tentativa de delimitá-lo, pois um bem jurídico abstrato e genérico não cumpre sua função de limitação do direito penal²⁶,

¹⁹ DE PAULA, Áureo Natal. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais**. 8. Ed. Curitiba: Juruá, 2024. p. 137.

²⁰ BITENCOURT, Cezar Roberto. Op. Cit. *E-book*.

²¹ BALTAZAR JÚNIOR, José Paulo. Op. Cit. p. 635.

²² GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na Constituição de 1988**. 14. Ed. São Paulo: Malheiros, 2010. p. 33.

²³ CARUSO, Tiago. **Imputação objetiva no direito penal econômico**. São Paulo: Marcial Pons, 2025. p. 346.

²⁴ PEREIRA, Henrique Viana; MIRANDA, Luiz Henrique Nogueira Araújo. A teoria pessoal do bem jurídico e a ordem econômica. **Revista Eletrônica da Procuradoria Geral do Estado do Rio de Janeiro - PGE-RJ**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 1, jan./abr. 2022. DOI: 10.46818/v5i1.272.

²⁵ GIULIANI, Emília Merlini. A função crítica do bem jurídico supraindividual frente à intervenção penal. **Revista Justiça e Sistema Criminal**, Curitiba, v. 6, n. 11, p. 101-120, jul./dez. 2014.

²⁶ MACHADO, Érica Babini Lapa do Amaral. A teoria dos bens jurídico-penais e o direito penal moderno: uma releitura a partir dos direitos humanos. **Revista Brasileira de Direito**, Passo Fundo, v. 12, n. 2, p. 166-179, jul./dez. 2016. ISSN 2238-0604.

tampouco pode ser tido por referência para aplicação dos critérios de imputação objetiva.

Em interessante posicionamento, Albuquerque e Rebouças, conjugando os aspectos individual e coletivo do bem jurídico, entendem que se trata de delito pluriofensivo, pois protege-se a regularidade do sistema financeiro e, de modo reflexo, o patrimônio da instituição financeira e dos investidores²⁷.

Tal entendimento satisfaz os critérios de referibilidade do bem jurídico tutelado ao considerar que o patrimônio da instituição financeira é tutelado pelo tipo penal. Sem embargo, considerando que o direito penal não possui aptidão funcional para proteger diretamente o sistema financeiro nacional como um todo, realizando tal proteção, quando muito, de forma reflexa ou mediata²⁸, mais correto seria considerar que o protege-se, *prima facie*, o patrimônio da instituição financeira e, apenas de modo reflexo, o sistema financeiro nacional.

Contra essa ideia, pode-se levantar a objeção de que o patrimônio dos investidores já encontra tutela em outros tipos penais, sobretudo no Título II da Parte Especial do Código Penal. Todavia, a incidência desses tipos no âmbito das instituições financeiras revela-se limitada, uma vez que o eventual prejuízo patrimonial não recai de modo direto e imediato sobre um sujeito passivo individualizado, mas se dilui na estrutura patrimonial da pessoa jurídica, o que dificulta a subsunção às figuras clássicas dos crimes patrimoniais.

Noutro giro, diante da ausência de tipificação da infidelidade patrimonial, existe certa lacuna no ordenamento jurídico quanto à responsabilização de gestores de instituições privadas que malversam seus recursos²⁹. Por essas razões, é mais adequado assentar que o bem jurídico protegido pelo tipo de gestão temerária é o patrimônio da instituição financeira e, somente de maneira reflexa, a higidez do sistema financeiro nacional.

2.1.3 Tipicidade objetiva

Para que se configure o fato típico, é imprescindível a conduta humana se amolde a

²⁷ Op. Cit. p. 107.

²⁸ De acordo com Ramidoff e Bürgel Ramidoff, a tutela penal de bens jurídicos no âmbito do Direito Penal Econômico, como ocorre em relação ao Sistema Financeiro Nacional, frequentemente se dá de forma reflexa ou simbólica. RAMIDOFF, Mário Luiz; BÜRGEL RAMIDOFF, Luísa Munhoz. Bem jurídico no Direito Penal Econômico: uma abordagem criminológico-crítica. **Revista Consinter**. Disponível em: <https://revistaconsinter.com/index.php/ojs/0709>. Acesso em: 8 dez. 2025.

²⁹ LEITE, Alaor; TEIXEIRA, Adriano. O principal delito econômico da moderna sociedade industrial: observações introdutórias sobre o crime de infidelidade patrimonial. **Revista do Instituto Brasileiro de Direito Penal Econômico**, n. 1, 2017.

todas as elementares, objetivas e subjetivas, do tipo penal³⁰. Nesse contexto, a tipicidade objetiva abrange os elementos objetivos- aqueles que descrevem dados do mundo fenomênico - e/ou normativos- aqueles que valoram a realidade. O elemento subjetivo, por sua vez, abrange a cognição e vontade do agente³¹.

O delito de gestão temerária, ora em estudo, faz referência ao *caput* do art. 4º da lei de regência (*gerir fraudulentamente instituição financeira*), acrescentando-lhe uma elementar normativa alternativa à expressão “*fraudulentamente*”. Pune-se o agente com pena de dois a seis anos de reclusão e multa, se a gestão é *temerária*³².

A redação do preceito primário desse delito é objeto de forte crítica doutrinária. Se, por um lado, o elemento “temerária” indica a noção de conduta excessivamente arriscada³³, por outro, considerando o paradoxo do risco³⁴ intrínseco à atividade de gerir o patrimônio de terceiros em busca do lucro, a definição da conduta típica parece não traçar parâmetros claros para distinguir “o administrador zeloso, porém inábil ou malsucedido, do gestor excessivamente audacioso, irresponsável ou criminosamente temerário”³⁵.

Nessa linha, Albuquerque e Rebouças lecionam que, diante da excessiva abertura conceitual da elementar “temerária”, o alcance normativo do tipo penal é incontrolável, chegando ao absurdo de possibilitar a punição de condutas culposas em um tipo que se pretende doloso³⁶. Para Bitencourt, trata-se de norma demasiadamente aberta, configurando-se inconstitucional por violação ao princípio da legalidade³⁷. Fazendo eco, nas palavras de Marina Araújo, “é absolutamente impossível deduzir do contexto lógico normativo o conteúdo da proibição”³⁸. E, para Callegari, essa redação legal choca frontalmente com os princípios básicos

³⁰ BRANDÃO, Cláudio. Tipicidade e interpretação no direito penal. **Seqüência: estudos jurídicos e políticos**, Florianópolis, n. 68, p. 59–89, jun. 2014. DOI: 10.5007/2177-7055.2013v35n68p59.

³¹ HILGENDORF, Eric. VALERIUS, Brian. **Direito penal: parte geral**. São Paulo: Marcial Pons, 2019. p. 85 e ss.

³² Considerando a pena imposta a outros delitos sem violência ou grave ameaça, a gestão temerária apresenta pena relativamente alta. Para fins de comparação, a apropriação indébita e o estelionato, em suas formas simples, possuem penas de 1 a 4 anos e de 1 a 5 anos de reclusão, respectivamente, ao passo que o crime de *insider trading* é punido com pena de 1 a 5 anos, não obstante envolva relevante risco à integridade do mercado de capitais.

³³ DE PAULA, Áureo Natal. Op. Cit. p. 145.

³⁴ BOTTINI, Pierpaolo Cruz. **Crimes de perigo abstrato**. 4. Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019. p. 34.

³⁵ FRAGOSO, Rodrigo Falk. **Gestão temerária de instituição financeira**. São Paulo: Thomson Reuters, 2024. p. 21.

³⁶ Op. Cit. p. 122.

³⁷ BITENCOURT, Cezar Roberto. Op. Cit. *E-book*.

³⁸ ARAÚJO, Marina Pinhão Coelho. Crimes contra o sistema financeiro nacional. In: SOUZA, Luciano Anderson de. ARAÚJO, Marinha Pinhão Coelho. **Direito penal econômico: parte geral e leis penais especiais**. 2. Ed. São Paulo: Thomson Reuters, 2022. p. 128.

de direito penal³⁹.

Tal conjuntura advém da natureza da atividade regulada. Ao empregar o termo “temerária” para adjetivar a gestão incriminada, sem apresentar parâmetros claros para atestar quais condutas são temerárias ou não, o legislador criou um cenário no qual a linha entre o lícito e o ilícito é excessivamente tênue⁴⁰. Temerário, por definição, é aquilo que pode conter riscos, que é perigoso ou arriscado, que demonstra temeridade, excesso de ousadia etc.⁴¹. Nesse contexto, tendo em vista o escopo do mercado financeiro, é uma tarefa difícil dizer, sem nenhuma referência ou parâmetro, o que é ou não temerário.

Segundo Haroldo Verçosa, o risco é absolutamente normal e até mesmo necessário na gestão de quaisquer instituições financeiras, pois, dentro da dinâmica do mercado, fatores diversos e incontroláveis podem tornar um aporte economicamente exitoso ou não. É o que ocorre, por exemplo, em investimentos no agronegócio, ramo do mercado que depende de fatores climáticos que, apesar de mais ou menos previsíveis, são sujeitos a alterações abruptas que podem prejudicar empreendimentos⁴².

Um gestor que, em certo momento, resolve realizar aportes no ramo da agroindústria e se depara com um período de estiagem que resulta em prejuízo não necessariamente e atuou de modo temerário. Da mesma forma, o empréstimo de uma quantia considerável para um pequeno empreendedor pode ser menos temerário do que um empréstimo da mesma quantia para uma grande empresa, a depender do contexto⁴³.

Em verdade, a simples menção genérica a uma conduta temerária não é compatível com volatilidade do mercado e dos negócios num contexto de moeda fiduciária, globalização, dinamismo e eventuais instabilidades econômicas⁴⁴. Diante da gravidade e da natureza da sanção, não é admissível que o tipo penal se aplique a riscos naturais à atividade desempenhada.

Não obstante, a redação do tipo não fornece nenhum dado concreto por meio do qual se possa distinguir uma conduta do gestor como temerária ou não. Assim, ao contrário da previsibilidade jurídica que se espera a partir da aplicação de uma técnica legislativa que se

³⁹ CALLEGARI, André Luís. Gestão temerária e o risco permitido no direito penal. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 94, n. 837, p. 409–416, jul. 2005.

⁴⁰ FERNANDEZ, João Pedro Campos Lorenzo. *Gestão temerária e risco permitido no direito penal*. 2023. Dissertação (Mestrado em Direito) – Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa, Programa de Pós-Graduação em Direito, Brasília, 2023.

⁴¹ TEMERÁRIO. In: DICIO, *Dicionário Online de Português*. Porto: 7Graus, 2025. Disponível em: <https://www.dicio.com.br/temerario/>. Acesso em: 10 dez. 2025.

⁴² VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Op. Cit.

⁴³ BITENCOURT, Cezar Roberto. Op. Cit. *E-book*.

⁴⁴ KYAW, Khine. Market volatility and investors' view of firm-level risk: a case of green firms. *Journal of Risk and Financial Management*, v. 13, n. 8, p. 175, 2020. DOI: 10.3390/jrfm13080175.

atente aos princípios fundamentais do direito penal, em muitos casos não é possível definir, *a priori*, se dado ato de gestão é temerário ou não, de modo que a análise de tipicidade em concreto ocorre à luz do resultado que se obtém com o ato de gestão⁴⁵.

Dito de outra forma, a abertura semântica do tipo abre margem para criminalizações *post factum*, em afronta ao princípio da legalidade⁴⁶. Uma vez que o tipo não fornece os contornos do ilícito, a conduta pode ganhar relevância penal, apenas após o resultado naturalístico por ela provocada; ou seja, uma conduta do gestor pode ser tida por temerária somente após causar prejuízo à instituição financeira, sujeitando a responsabilidade penal a fatores incontrolláveis de mercado.

Tal cenário é incompatível com o direito penal delineado pela Constituição da República. Consoante leciona Nilo Batista, o princípio da legalidade, previsto no art. 5º, XXXIX, da Constituição, pode ser compreendido “não apenas na acepção da ‘previsibilidade da intervenção do poder punitivo do Estado’, que lhe confere Roxin, mas também na perspectiva subjetiva do ‘sentimento de segurança jurídica’ que postula Zaffaroni”⁴⁷. Há, portanto, a necessidade de que o tipo forneça ao cidadão parâmetros claros para orientar-se conforme o direito, o que não ocorre com o delito de gestão temerária.

Existe, assim, potencial lesão à taxatividade, corolário lógico da legalidade. O princípio da taxatividade exige que os preceitos penais sejam formulados com precisão, atuando em três direções: na perspectiva da comunidade, permitindo que as pessoas conheçam claramente as condutas proibidas e as consequências legais, na do legislador, que assume o ônus de criar leis penais detalhadas, evitando termos vagos que permitam interpretações arbitrárias; e na do julgador, garantindo que a aplicação da lei seja restrita ao que foi explicitamente previsto, vedando a analogia *in malam partem*⁴⁸.

Sem embargo, a despeito de todas essas críticas, os tribunais vêm chancelando a constitucionalidade do delito de gestão temerária como legítima aplicação da técnica legislativa de criação de tipos penais abertos⁴⁹. Além disso, a doutrina vem empreendendo esforços para

⁴⁵ FRAGOSO, Rodrigo Falk. Op. Cit. p. 114.

⁴⁶ VIANA, Eduardo. Observações sobre o princípio da legalidade. **Revista Científica do CPJM – Centro de Pesquisa em Crimes Empresariais e Compliance**, v. 1, n. 2, p. 95–104, 2021.

⁴⁷ BATISTA, Nilo. **Introdução crítica ao direito penal**. 11. Ed. Rio de Janeiro: Revan, 2007. p. 67.

⁴⁸ OLIVÉ, Juan Carlos Ferré. PAZ, Miguel Ángel Nuñez. OLIVEIRA, William Terra de. BRITO, Alexis Couto de. **Direito penal brasileiro: parte geral: princípios fundamentais e sistema**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. pp. 87-88.

⁴⁹ Nesse sentido: BRASIL. Tribunal Regional Federal da 1ª Região. **Apelação nº 0051719-63.2004.4.01.3800**. Relator: Juiz Federal Saulo José Casali Bahia. 4. Turma. Julgado em 28 maio 2019. Publicado em 6 ago. 2019. BRASIL. Tribunal Regional Federal da 4ª Região. **Apelação Criminal nº 5003476-12.2010.4.04.7000/PR**. Relator: Desembargador Federal Leandro Paulsen. 8. Turma. Julgado em 15 jul. 2015. Publicado em 20 jul. 2015.

viabilizar a aplicação desse tipo penal. Albuquerque e Rebouças, por exemplo, sustentam que é necessário que ou se declare a inconstitucionalidade da gestão temerária ou que, ao menos, se aplique a técnica de interpretação conforme para ler o tipo como de perigo concreto e habitual⁵⁰.

Nesse escopo, uma questão importante quanto à tipicidade objetiva é a natureza do tipo penal quanto à consumação. A doutrina subdivide os delitos em crimes de dano (ou materiais) e de perigo. Entende-se por crime de dano aquele que somente se configura mediante resultado naturalístico. Os crimes de perigo, por sua vez, podem ser de perigo concreto, que exigem prova da exposição do bem jurídico a uma situação de risco, ou de perigo abstrato, nos quais o risco é presumido. Há, ainda, os crimes formais que, apesar de preverem resultado naturalístico, o dispensam para fins de consumação⁵¹.

A posição dominante compreende o delito de gestão temerária como crime formal ou de mera conduta e/ou de perigo abstrato, de modo que o resultado naturalístico, seja de dano ou de perigo, é prescindível para a configuração do delito. Tal interpretação decorre de uma exegese literal do preceito primário do tipo, que parece não prever nenhum resultado. Nesse sentido, posiciona-se, v.g., Baltazar Júnior⁵².

Cabe o registro que é técnica a posição que defende tratar-se de crime formal. Ao passo que o tipo penal da gestão temerária não descreve qualquer resultado naturalístico, prevendo tão somente a conduta proibida⁵³, o crime formal prevê o resultado naturalístico, muito embora seja prescindível para a consumação, configurando mero exaurimento do *iter criminis*.

O crime de mera conduta, outrossim, não se confunde com o crime de perigo abstrato. Entende-se por crime de mera conduta aquele que se limita a descrever uma conduta do agente; já o crime de perigo abstrato é aquele que, considerando que um risco inerente à conduta do agente, o presume, dispensando-o para fins de consumação. Os crimes de perigo abstrato, via de regra, são de mera conduta, mas a recíproca não é verdadeira.

Questiona-se a constitucionalidade dos crimes de perigo abstrato diante do princípio da lesividade penal. Entende-se por lesividade a necessidade de afetação significativa do bem jurídico protegido pela norma penal⁵⁴. Dessa forma, parcela da doutrina questiona se um delito que presume o risco satisfaria essa máxima. Não obstante, conforme Bottini, a lesividade não é verificada apenas nos comportamentos que causam dano a bens jurídicos, mas também nas

⁵⁰ ALBUQUERQUE, Cândido. REBOUÇAS, Sérgio. Op. Cit. p. 128.

⁵¹ REBOUÇAS, Sérgio. **Direito penal: parte geral**. São Paulo: Tirant lo Blanch, 2020. p. 525 e ss.

⁵² BALTAZAR JÚNIOR, José Paulo. Op. Cit. p. 641.

⁵³ Op. Cit. p. 129.

⁵⁴ ROXIN, Claus. O conceito de bem jurídico crítico ao legislador em xeque. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 922, p. 291-322, ago. 2012. DTR 2012\450348.

ameaças reais ou potenciais a eles⁵⁵.

Contudo, entender que a redação do tipo penal de gestão temerária satisfaz o critério de risco potencial ao bem jurídico, considerando somente o que consta no preceito primário do crime, é, pelas razões já expostas, não recomendável. O adjetivo “temerária” não indica, por si só, qualquer risco potencial intrínseco à conduta de gestão de instituições financeiras que justifique a intervenção penal, mormente considerando que o direito administrativo sancionador pode aplicar uma sanção suficiente para coibir a conduta⁵⁶.

Nessa seara, opondo-se à tese de que se trata de crime de perigo abstrato, em concordância com Albuquerque e Rebouças, Marina Araújo compreende o tipo como de perigo concreto, advogando que não é suficiente para a configuração do crime temeridade na conduta, mas que é imprescindível que se tenham dados concretos a apontar a probabilidade de risco ao sistema financeiro nacional⁵⁷.

A base para sustentar essa proposta reside na aplicação da técnica da interpretação conforme a Constituição, sem redução de texto, consistente na leitura da legislação infraconstitucional de modo que “melhor realize o sentido e o alcance dos valores e fins constitucionais a ela subjacentes”⁵⁸. Considerando que o tipo penal em sua redação originária não atende aos pressupostos mínimos de taxatividade, é necessário que se sujeite a uma interpretação conforme para limitar o poder de punir.

Divergindo dessas posições, mas convergindo quanto à necessidade de uma melhor interpretação do tipo, Falk Fragoso, alinhando-se à ideia de que o contorno do ilícito no delito de gestão temerária se dá de modo contextual, compreende que a consumação do tipo não prescinde de lesão patrimonial à instituição financeira, tratando-se o seu patrimônio do bem jurídico principal⁵⁹, de modo que o delito é, à luz dessa interpretação, crime de dano ou material.

Há, ainda, quem entenda que a interpretação conforme necessária à devida adequação constitucional do delito deve estar vinculada à Lei n.º 6.024/1974, que trata da intervenção e liquidação extrajudicial de instituições financeiras. A ideia é que, se para fins de intervenção, sanção administrativa, se exige prejuízo concreto decorrente da má-administração, com mais

⁵⁵ BOTTINI, Pierpaolo Cruz. Op. Cit. p. 129.

⁵⁶ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Op. Cit.

⁵⁷ ARAÚJO, Marina Pinhão Coelho. Op. Cit. p. 128.

⁵⁸ BARROSO, Luís Roberto. **O Controle de Constitucionalidade no Direito Brasileiro**. 9. Ed. São Paulo: Saraiva, 2022. *E-book*.

⁵⁹ FRAGOSO, Rodrigo Falk. Op. Cit. p. 130. Muito embora, defenda, momentos depois, que se trata de crime de perigo concreto. Cf.: Op. Cit. p. 141.

razão o prejuízo deve ser exigido para a aplicação do tipo de gestão temerária⁶⁰.

Nessa linha, apesar de defender que se trata de um crime formal, Bitencourt entende que é razoável, em relação a este delito, uma aplicação conjunta do atual tipo de gestão temerária com o tacitamente revogado o art. 3º, IX, da Lei n. 1.521/51, de forma que se entenda por temerária a conduta quando se tenha fundamentos para se declarar a liquidação da instituição financeira⁶¹, o que implica a exigência de prejuízo aos interessados, tornando o crime de dano.

Considerando a necessidade de adequação constitucional do delito, e a correta interpretação a respeito do bem jurídico tutelado, mais correto é considerar configurada a gestão temerária apenas e tão somente mediante prejuízo financeiro para a instituição financeira, muito embora seja desnecessário realizar a fusão de leis que sugere Bitencourt. Interpretar, em sentido contrário, tratando-se de tipo demasiadamente impreciso, abre margens para uma expansão ilegítima do poder punitivo, visto que desvinculada do bem juridicamente tutelado.

Superada a discussão, acerca da natureza do delito quanto ao resultado, impõe-se examinar a exigência, ou não, de habitualidade para a configuração da gestão temerária. Diz-se que, dado crime, é habitual quando, para a sua configuração, requer reiteração de condutas que isoladamente não configurariam o crime; um crime habitual impróprio, por seu turno, configura-se mediante a prática de uma única conduta, embora sua reiteração não implique novos crimes⁶².

Entendendo-se que o vocábulo gestão, empregado pelo legislador, não se impõe mediante a prática de um único ato, não há alternativa senão considerar a gestão temerária crime habitual em seu sentido próprio. Nesse sentido, entendem Áureo de Paula⁶³, Haroldo Verçosa⁶⁴, Bitencourt⁶⁵ e Tórtima⁶⁶, o delito somente resta consumado mediante a prática de vários atos de gestão.

Noutro giro, considerando que o preceito primário do tipo não estabelece a exigência de habitualidade, e que um único ato de gestão é suficiente para colocar em risco o bem jurídico

⁶⁰ TORTIMA, José Carlos. **Crimes contra o sistema financeiro nacional (uma contribuição ao estudo da Lei nº 7.492/86)**. 3. Ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. p. 42.

⁶¹ BITENCOURT, Cezar Roberto. Op. Cit. *E-book*.

⁶² MARTINELLI, João Paulo Orsini. DE BEM, Leonardo Schmitt. **Direito penal parte geral: lições fundamentais**. 6. Ed. Belo Horizonte: D'Placito, 2021. pp. 413-414.

⁶³ DE PAULA, Áureo Natal. Op. Cit. p. 149.

⁶⁴ Op. Cit.

⁶⁵ “Repetindo, a prática de apenas um ou outro ato de gestão, isolada ou esporadicamente, não é juridico-penalmente relevante a ponto de tipificar a conduta descrita no parágrafo único do art. 4º da Lei n. 7.492/86”. Op. Cit. *E-book*.

⁶⁶ TORTIMA, José Carlos. Op. Cit. p. 34.

tutelado pela norma⁶⁷, entende-se que o crime é habitual impróprio, de modo que sua configuração não dependeria de reiteração da conduta⁶⁸.

Neste ponto, importante rememorar a posição de Albuquerque e Rebouças, para quem uma interpretação conforme a constituição do tipo penal leva a considerá-lo um crime habitual próprio, sob pena de possibilitar uma expansão indesejável do poder punitivo sob condutas necessárias ao desenvolvimento da atividade regulada⁶⁹.

Sobre a questão do sujeito ativo, a gestão temerária é crime próprio, visto que somente podem ser responsabilizados os gestores de instituição financeira, assim entendidos os diretores e gerentes, nos moldes do art. 25 da Lei n.º 7.492/1986⁷⁰. Equiparam-se, para efeitos legais, o interventor, liquidante e síndico (art. 25, § 1º, da lei de regência).

Bitencourt ainda adverte que a imputação do delito a um gerente requer cuidado redobrado, analisando sobretudo seu grau de autonomia para a tomada de decisões e o seu impacto na instituição financeira como um todo, visto que, via de regra, seu poder recai sobre uma minúscula fração do mercado financeiro. O gerente ligado à instituição por vínculo empregatício não pode ser confundido com a cúpula de gestores que, de fato, possuem impacto decisório suficiente para expor o bem jurídico a risco⁷¹.

Do exposto, é notório um esforço da doutrina para traçar parâmetros de aplicação do delito de gestão temerária; embora haja pontos de divergência, a maioria converge no sentido de que o delito precisa de uma interpretação compatível com a Constituição Federal. A hipótese, aqui ventilada, de que a imputação objetiva pode ser uma ferramenta útil nesse mister, contudo, não é tão explorada.

2.1.4 Tipicidade subjetiva

Por ausência de previsão legal, não se admite que se puna a gestão temerária a título de culpa⁷². O elemento subjetivo, portanto, é o dolo. Não obstante, relegar ao campo da tipicidade subjetiva a relevância jurídico-penal de uma conduta cuja subsunção objetiva passa por tantos problemas não parece ser a solução mais desejável, mormente considerando a controvérsia doutrinária a respeito da estrutura do dolo eventual e de sua distinção em relação

⁶⁷ Ou falso bem jurídico, considerando que seja apenas a higidez do sistema financeiro nacional.

⁶⁸ BALTAZAR JÚNIOR, José Paulo. Op. Cit. 637.

⁶⁹ ALBUQUERQUE, Cândido. REBOUÇAS, Sérgio. Op. Cit. p. 129.

⁷⁰ BALTAZAR JÚNIOR, José Paulo. Op. Cit. p. 635.

⁷¹ BITENCOURT, Cezar Roberto. Op. Cit. *E-book*.

⁷² DE PAULA, Áureo Natal. Op. Cit. p. 143.

à culpa consciente, objeto de inúmeras propostas ao longo das décadas⁷³, mas sem solução definitiva.

Como será abordado em momento oportuno, ao operar o elemento subjetivo no campo da tipicidade, mas sem alterar substancialmente a estrutura do fato típico do sistema causal-naturalista, o finalismo de Welzel desaguou em uma sobrecarga da categoria dolo, na medida em que muitos dos problemas jurídico-penais, inclusive de causalidade, são resolvidos a partir da constatação do elemento volitivo do agente⁷⁴.

Nesse contexto, a teoria da imputação objetiva, ao estabelecer critérios de imputação com fundamento em parâmetros normativos, propõe-se a constatar condutas sem dignidade penal antes de qualquer juízo de imputação subjetiva⁷⁵, o que pode fornecer parâmetros mais seguros para imputar um tipo penal tão vago como a gestão temerária.

Diz-se isso porque, como adverte Bitencourt, dificilmente se configura uma situação na qual o dolo de cometer a gestão temerária será direto. Via de regra, a conduta se dá mediante dolo eventual⁷⁶, culminando no problema de distingui-lo das hipóteses de culpa consciente, comuns numa seara em que o risco é intrínseco a quase toda conduta de gestão.

Haroldo Verçosa comenta um interessante caso, ilustrativo deste problema. No julgamento do RHC 960051217-5/RJ, Relator Ministro Fernando Gonçalves, DJU de 03.02.1997, o Superior Tribunal de Justiça manteve a condenação do agente por gestão temerária, a título de dolo eventual, por ter concedido empréstimo à empresa reconhecidamente inadimplente. Todavia, tal conclusão passa por dois problemas fundamentais: a possibilidade de definir aprioristicamente uma empresa como inadimplente e o confronto do dolo eventual com situações de culpa⁷⁷. A fronteira entre o dolo eventual e a culpa por negligência, no caso analisado, é bastante tênue.

Ora, segundo Falk Fragoso, sem dispor de um conceito de temeridade e não podendo recorrer ao instituto da culpa grave, o juiz acaba por punir crimes culposos como se dolosos fossem⁷⁸. Em sentido semelhante, Albuquerque e Rebouças advertem sobre o risco de, diante da abertura conceitual da elementar, ser considerada temerária a simples gestão imprudente,

⁷³ VIANA, Eduardo. Sobre a estrutura do dolo. **Revista de Estudos Criminais**, Porto Alegre, v. 19, n. 77, p. 61-107, abr./jun. 2020. ISSN 1676-8698.

⁷⁴ ZONTA, Fernando de Oliveira; KISS, Vanessa Moraes. Elementos subjetivos nos sistemas causalista, finalista e funcionalista. **Revista Saber Digital**, v. 14, n. 1, p.8-26, 2021.

⁷⁵ TAVARES, Juarez. **Fundamentos de teoria do delito**. 3. Ed. São Paulo: Tirant lo Blanch, 2020. p. 224.

⁷⁶ BITENCOURT, Cezar Roberto. Op. Cit. *E-book*.

⁷⁷ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Op. Cit.

⁷⁸ FRAGOSO, Rodrigo Falk. Op. Cit. p. 152.

que não sai da esfera da culpa em sentido estrito⁷⁹.

No que diz respeito aos elementos subjetivos especiais, entende-se que, para a configuração do delito, basta o dolo de praticar a conduta temerária, sendo dispensável qualquer finalidade especial do agente⁸⁰. Entende-se, ainda, que o dolo tem por objeto as operações demasiadamente arriscadas, que ponham em risco a existência da instituição financeira⁸¹.

Com efeito, diante de tantas controvérsias a respeito do elemento subjetivo do tipo, não é a solução mais segura utilizá-lo como filtro de pertinência jurídico-criminal num contexto em que o tipo objetivo não cumpre sua função de traçar precisamente os contornos da conduta proibida. Possibilitar que esse seja o fator decisivo para a responsabilização penal é abrir margens para a arbitrariedade.

2.2 PANORAMA HISTÓRICO-EVOLUTIVO

Consoante ensina Falk Fragoso, a criminalização do tipo de gestão temerária remonta ao antigo delito de falência culposa, promulgado inicialmente nas Ordenações Filipinas com o *nomem iuris* “bancarrota”, que previa a punição por pena capital, e, posteriormente, no Código Criminal do Império, que cominava pena privativa de liberdade “com trabalho”⁸².

O crime tinha como objetivo proteger os credores, diante de condutas irresponsáveis dos comerciantes, resguardando, para tanto, o patrimônio da empresa. Punia-se, dessa forma, apostas em jogos com recursos do empreendimento, acúmulo injustificado de despesas, bem como a alienação de ativos por preço inferior meses antes da quebra⁸³. Muito embora, a aplicabilidade da legislação portuguesa, em solo brasileiro, estivesse condicionada a um aparato judicial precário e inconsistente⁸⁴, já havia uma incipiente preocupação com o resguardo de negócios de interesse público.

Nesse período não havia qualquer distinção entre os demais empreendimentos da iniciativa privada e as instituições financeiras, de modo que o delito era aplicado de modo indiscriminado. O regime de insolvência especial de bancos somente foi criado em 1864, diante

⁷⁹ ALBUQUERQUE, Cândido. REBOUÇAS, Sérgio. Op. Cit. p. 122.

⁸⁰ DE PAULA, Áureo Natal. Op. Cit.

⁸¹ ALBUQUERQUE, Cândido. REBOUÇAS, Sérgio. Op. Cit. p. 127.

⁸² FRAGOSO, Rodrigo Falk. Notas históricas sobre a criminalização da gestão temerária de instituição financeira no Brasil. **Revista de Direito Penal Econômico e Compliance**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 209–236, abr./jun. 2022.

⁸³ FRAGOSO, Rodrigo Falk. **Gestão temerária de instituição financeira**. São Paulo: Thomson Reuters, 2024. p. 31.

⁸⁴ SONKAJÄRVI, Hanna. A aplicação do Código Comercial brasileiro entre 1850 e 1860: análise das evidências de um caso de falência culposa. **Revista Tempo**, v. 21, n. 37.

do reconhecimento da necessidade de tratamento especial para entidades dessa espécie⁸⁵. No entanto, apesar do procedimento próprio na seara cível, os gestores de instituições financeiras ainda estavam sujeitos ao mesmo delito na seara criminal⁸⁶.

Como adverte Pimentel, o termo falência culposa é impróprio, visto que sempre se tratou, na verdade, de crime doloso⁸⁷. Era, portanto, um tipo doloso cuja estrutura fazia referência à violação dos deveres jurídicos dos comerciantes, criminalizada por expor a risco o bem jurídico tutelado e vinculada à quebra da empresa⁸⁸.

Extraí-se, dessa incipiente criminalização, que a configuração do tipo penal, desde o início, esteve relacionada ao efeito material de insolvência de empresa. Abrangia-se, assim, tanto um desvalor da ação quanto do resultado, não sujeitando a configuração do ilícito ao mero descumprimento de normas, mas ao efetivo prejuízo ao bem jurídico⁸⁹.

Com o advento do século XX, e com a vitória do dirigismo estatal, o delito de gestão temerária passou a integrar os chamados crimes contra a economia popular⁹⁰. Tal alteração se deu num contexto de enfrentamento à crise econômica dos anos 30, que, de modo geral, fez com que Estados revissem sua política de liberalismo econômico e ingerência do Estado sobre o mercado⁹¹.

Nesse contexto, a partir do Decreto n.º 859/1938, surgem os delitos de gestão fraudulenta e temerária de instituição financeira, que, apesar de já fazerem referência expressa aos termos “fraudulosa” e “temerariamente”, até hoje empregados pela legislação, exige resultado naturalístico, pois o crime só se consumava se houvesse a falência ou insolvência da instituição financeira, ou o descumprimento de qualquer das cláusulas contratuais em prejuízo dos interessados⁹².

A expressa referência ao resultado naturalístico prossegue a tradição inaugurada pela legislação anterior; a potencialidade lesiva era a chave hermenêutica para a leitura do tipo penal,

⁸⁵ FONSECA, Humberto Lucena Pereira da. Liquidação extrajudicial de instituições financeiras e suspensão de processos judiciais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 8, p. 107–122, abr./jun. 2000. DTR\2000\198.

⁸⁶ FRAGOSO, Rodrigo Falk. Op. Cit. p. 32.

⁸⁷ PIMENTEL, Manoel Pedro. Crimes falimentares. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 622, p. 249–254, ago. 1987.

⁸⁸ FRAGOSO, Rodrigo Falk. Op. Cit. p. 36.

⁸⁹ FRAGOSO, Rodrigo Falk. Notas históricas sobre a criminalização da gestão temerária de instituição financeira no Brasil. **Revista de Direito Penal Econômico e Compliance**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 209–236, abr./jun. 2022.

⁹⁰ FRAGOSO, Rodrigo Falk. **Gestão temerária de instituição financeira**. São Paulo: Thomson Reuters, 2024. p. 39.

⁹¹ TERGILENE, Tiago de Almeida Santos. Do liberalismo ao neoliberalismo: uma crítica à desregulamentação e à precarização no século XXI. **Revista FT**, 2025.

⁹² FRAGOSO, Rodrigo Falk. Op. Cit. p. 41.

em consonância com o princípio da ofensividade, mesmo antes de suas formulações teóricas mais robustas.

Adiante, em 1951 o delito de gestão temerária sofreu reforma, passando a criminalizar a gestão “sem a prudência ordinária com demasiada confiança no sucesso que a previsibilidade normal tem como improvável, assumindo riscos audaciosos em transições perigosas ou escrupulosamente arriscando dinheiro alheio”, e, em conformidade com as legislações anteriores, exigindo-se a ocorrência de resultado naturalístico, a saber: falência, insolvência ou descumprimento das cláusulas contratuais com prejuízo⁹³. O crime de gestão temerária, mais uma vez, prosseguiu na tradição de exigir dano para a sua configuração.

A alteração mais significativa, entretanto, somente se deu em 1986. Sob influência de um novo direito penal de gestão de riscos surgido após o acidente nuclear de Chernobyl⁹⁴, o legislador assentou uma nova legislação com vistas a tutelar o sistema financeiro nacional, que, após estruturado em 1964, passava por um momento de instabilidade, visto que nas décadas anteriores centenas de instituições financeiras sofreram intervenção, sem a responsabilização dos gestores⁹⁵.

Apesar de anteprojetos alternativos, que listavam as condutas que poderiam configurar gestão temerária, o legislador adotou a fórmula genérica que hoje vige. Além disso, rompendo com a tradição das legislações anteriores, adotou-se uma postura de criminalização do risco sem qualquer referência material, em contraposição aos princípios fundamentais já explanados.

Ora, o panorama histórico-evolutivo apenas reforça que o bem jurídico tutelado perpassa pelo patrimônio da pessoa jurídica e dos investidores, além da vinculação do tipo ao resultado material desde as suas origens. A interpretação histórico-evolutiva, aquela que considera o elemento histórico, é crucial para compreender por completo o espírito da norma⁹⁶, de modo que esse panorama histórico deve ser levado em consideração.

2.3 PANORAMA JURISPRUDENCIAL

Como se deduz dos tópicos anteriores, algumas das principais controvérsias quanto ao tipo penal em questão dizem respeito à sua constitucionalidade, natureza quanto à exigência de

⁹³ FRAGOSO, Rodrigo Falk. Op. Cit. p. 96.

⁹⁴ BOTTINI, Pierpaolo Cruz. Op. Cit. p. 23.

⁹⁵ FRAGOSO, Rodrigo Falk. Op. Cit. p. 48.

⁹⁶ MAGALHÃES FILHO, Glauco Barreira. **Hermenêutica e unidade axiológica da Constituição**. 3. ed. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004. p. 38.

resultado naturalístico e de habitualidade para a sua configuração e a questão do elemento subjetivo do tipo. Mediante pesquisa de palavras-chave nos portais dos Tribunais Regionais Federais e nos tribunais superiores, aos quais incumbe precipuamente julgar a matéria, pode-se ter uma noção sobre como os tribunais vêm enfrentando os desafios impostos pela gestão temerária.

Cabe o registro de que o recorte deste trabalho não possibilita uma pesquisa exauriente de todos os precedentes jurisprudenciais que versam sobre a matéria. Mas, para fins de ilustrar o cenário já traçado, o levantamento realizado tem por objetivo apresentar um breve panorama de como os julgadores vêm solucionando alguns dos problemas expostos.

Para obter os resultados expostos adiante, procedeu-se à busca nos portais de jurisprudência dos Tribunais Regionais Federais, do Superior Tribunal de Justiça e do Supremo Tribunal Federal⁹⁷, combinando os termos “gestão temerária” e “constitucionalidade”, “crime formal”, “habitualidade”, “dolo” e “culpa”. Com base nos resultados colhidos, selecionou-se o julgado mais recente obtido na pesquisa dos termos pesquisados. A partir destes, foi elaborado o presente panorama⁹⁸.

A respeito da constitucionalidade do tipo penal, a despeito das inúmeras críticas doutrinárias, o Supremo Tribunal Federal decidiu, em 2018, no Agravo Regimental no Agravo em Recurso Extraordinário n.º 953446, que a indeterminação do tipo penal previsto no art. 4º, parágrafo único, da Lei n.º 7.492/86 não se mostra em grau suficiente para configurar ofensa ao princípio constitucional da legalidade, uma vez que a norma se revela compreensível no contexto das condutas formais próprias do direito penal econômico, destinadas à repressão de fraudes e ao descumprimento das normas legais e regulamentares que disciplinam o mercado financeiro⁹⁹. Tal julgado foi reproduzido pelo Tribunal Regional Federal da 1ª Região, quando instado a se manifestar sobre a constitucionalidade do tipo penal¹⁰⁰.

⁹⁷ A pesquisa foi realizada entre 01/12/2025 e 10/01/2026. Adiante, listagem de portais de jurisprudência utilizados. Tribunal Regional Federal da 1ª Região: <https://jurisprudencia.cjf.jus.br/trf1/index.xhtml>. Tribunal Regional Federal da 2ª Região: <https://juris.trf2.jus.br/>. Tribunal Regional Federal da 3ª Região: <https://web.trf3.jus.br/jurisprudencia/Home/BuscaAcordaos/1>. Tribunal Regional Federal da 4ª Região: <https://encurtador.com.br/jKng>. Tribunal Regional Federal da 5ª Região: <https://juliapesquisa.trf5.jus.br/julia-pesquisa/pesquisa#consulta>. Superior Tribunal de Justiça: <https://scon.stj.jus.br/SCON/>. Supremo Tribunal Federal: <https://portal.stf.jus.br/jurisprudencia/>.

⁹⁸ Registra-se que, em alguns portais, não se obteve nenhum resultado a partir das pesquisas empreendidas. No caso, o panorama apresenta apenas e tão somente os resultados relevantes.

⁹⁹ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Agravo regimental no recurso extraordinário com agravo n.º 953.446. Relator: Min. Dias Toffoli. Segunda Turma. Julgado em 29 jun. 2018. **Diário da Justiça Eletrônico**, Brasília, DF, n. 174, divulgado em 23 ago. 2018, publicado em 24 ago. 2018.

¹⁰⁰ BRASIL. Tribunal Regional Federal da 1ª Região. Apelação Criminal n.º 0063211-08.2011.4.01.3800. Apelado: Ministério Público Federal. Relatora: Desembargadora Federal Monica Sifuentes. Terceira Turma. Julgado em 2020. **Diário da Justiça Federal da 1ª Região eletrônico**, Brasília, DF, publicado em 24 nov. 2020.

Quanto à exigência de resultado naturalístico, entenderam tratar-se de crime formal os Tribunais Regionais Federais da primeira¹⁰¹, terceira¹⁰², quarta¹⁰³ e quinta¹⁰⁴ região. De modo geral, depreende-se que os julgados repetem de forma acrítica que o delito em questão é um crime formal, sem maiores reflexões. Em nenhum dos julgados citados, há referência ao excessivo suporte fático contido no preceito primário do tipo.

Destaca-se, no entanto, interessante posicionamento do Tribunal Regional Federal da 2ª Região, proferido nos autos do processo n.º Apelação Criminal nº 0509738-73.2006.4.02.5101, segundo o qual a gestão temerária não se compatibiliza com a noção de crime de perigo abstrato e presumido¹⁰⁵

Do inteiro teor do julgado, depreende-se que o entendimento em questão foi adotado por razões de segurança jurídica, o que se compatibiliza com as balizas doutrinárias apresentadas anteriormente. Todavia, em que pese o acerto do entendimento adotado, trata-se de posição minoritária, pois os demais julgados resultado da pesquisa apontam no sentido de que os tribunais tendem a interpretar o delito objeto da análise como crime formal, sequer se atentando ao fato de que a redação da norma não prevê resultado naturalístico.

¹⁰¹ BRASIL. Tribunal Regional Federal da 1ª Região. Apelação Criminal nº 0063211-08.2011.4.01.3800. Apelado: Ministério Público Federal. Relatora: Desembargadora Federal Monica Sifuentes. Terceira Turma. Julgado em 2020. **Diário da Justiça Federal da 1ª Região eletrônico**, Brasília, DF, publicado em 24 nov. 2020.

¹⁰² BRASIL. Tribunal Regional Federal da 3ª Região. Apelação Criminal nº 0015533-70.2014.4.03.6181. Relator: Desembargador Federal Nino Oliveira Toldo. Décima Primeira Turma. Julgado em 13 maio 2022. **Diário da Justiça Federal da 3ª Região eletrônico**, Brasília, DF, intimação em 16 maio 2022.

¹⁰³ BRASIL. Tribunal Regional Federal da 4ª Região. Apelação Criminal nº 5038751-32.2018.4.04.7100. Relator: Desembargador Federal Carlos Eduardo Thompson Flores Lenz. Oitava Turma. Julgado em 14 maio 2025. **Diário da Justiça Federal da 4ª Região eletrônico**, Brasília, DF.

¹⁰⁴ BRASIL. Tribunal Regional Federal da 5ª Região. Apelação Criminal nº 0808201-76.2024.4.05.8100. Relator: Desembargador Federal Rodrigo Antonio Tenorio Correia da Silva. Sexta Turma. Julgado em 3 jun. 2025. **Diário da Justiça Federal da 5ª Região eletrônico**, Brasília, DF.

¹⁰⁵ “[...] 4. Para configurar o crime de gestão temerária, é necessário agir assumindo riscos não recomendáveis pelas práticas financeiro-bancária, portanto, é preciso aferir, em cada caso, se foi rompida a fronteira entre o risco tolerável e o inadmissível dentro de todo um contexto mercadológico. Por outro lado, a gestão temerária é classificada como crime de perigo e não de dano, mas há de se ter em conta, ao menos, a potencialidade lesiva da conduta, que não se compatibiliza com a noção de crime de perigo abstrato ou presumido [...]” BRASIL. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Apelação Criminal nº 0509738-73.2006.4.02.5101. Relatora: Desembargadora Federal Andrea Cunha Esmeraldo. Primeira Turma Especializada. Julgado em 3 maio 2023. **Diário da Justiça Eletrônico da Justiça Federal da 2ª Região**, Brasília, DF, publicado em 5 jun. 2023.

Adiante, os Tribunais Regionais Federais da primeira¹⁰⁶, segunda¹⁰⁷, terceira¹⁰⁸, quarta¹⁰⁹ e quinta¹¹⁰ região posicionaram-se no sentido de que o delito em estudo é um crime habitual impróprio. Mais uma vez, é notório o caráter acrítico e repetitivo de chavões a respeito do tipo, ignorando-se que, sujeitando a configuração do delito à prática de uma única conduta, o ilícito ganha uma abrangência que, para a doutrina mais abalizada, é incontrolável¹¹¹.

Em parte, explica-se tal postura dos Tribunais Regionais Federais quando analisado o posicionamento dos tribunais superiores. O Superior Tribunal de Justiça, quando chamado a se manifestar tanto a respeito da natureza do crime quanto à exigência de resultado quanto sobre a questão da habitualidade, entendeu que se trata de crime formal e habitual impróprio¹¹².

Em outra oportunidade, o Superior Tribunal de Justiça assentou que o delito de gestão temerária prescinde de qualquer resultado naturalístico, sendo dispensável o efetivo prejuízo da instituição financeira ou prejuízo aos investidores, poupadores ou assemelhados¹¹³. Tal postura, conforme já mencionado, assume sem maiores questionamentos a premissa de que o direito penal é apto a resguardar bens jurídicos coletivos como o sistema financeiro nacional, quando, na verdade, isto só se dá apenas de modo reflexo e indireto.

¹⁰⁶ BRASIL. Tribunal Regional Federal da 1ª Região. Habeas Corpus nº 1045680-88.2021.4.01.0000. Relatora: Juíza Federal Olívia Mérilin Silva (conv.). Terceira Turma. Julgado em 10 maio 2023. **Diário da Justiça Federal da 1ª Região eletrônico**, Brasília, DF, publicado em 10 maio 2023.

¹⁰⁷ BRASIL. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Embargos Infringentes e de Nulidade nº 5010058-75.2018.4.02.5101. Relatora: Juíza Federal Andrea Daquer Barsotti. Primeira Seção Especializada. Julgado em 11 dez. 2019. **Diário da Justiça Eletrônico da Justiça Federal da 2ª Região**, Brasília, DF, publicado em 16 dez. 2019.

¹⁰⁸ BRASIL. Tribunal Regional Federal da 3ª Região. Apelação Criminal nº 0001190-30.2019.4.03.6105. Relator: Desembargador Federal Ali Mazloun. Quinta Turma. Julgado em 8 out. 2024. **Diário da Justiça Federal da 3ª Região eletrônico**, Brasília, DF, intimação em 10 out. 2024.

¹⁰⁹ BRASIL. Tribunal Regional Federal da 4ª Região. Apelação Criminal nº 5009793-41.2015.4.04.7100. Relator: Desembargador Federal Luiz Carlos Canalli. 7ª Turma. Julgado em 30 mar. 2021. **Diário Eletrônico da Justiça Federal da 4ª Região**, publicação em 31 mar. 2021.

¹¹⁰ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Habeas Corpus nº 444.389/SP. Relator: Ministro Rogério Schietti Cruz. Sexta Turma. Julgado em 22 set. 2020. **Diário da Justiça Eletrônico**, Brasília, DF, publicado em 30 set. 2020.

¹¹¹ ALBUQUERQUE, Cândido. REBOUÇAS, Sérgio. Op. Cit. p. 125.

¹¹² BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial nº 2.691.966/MG. Relator: Ministro Otávio de Almeida Toledo (Desembargador Convocado do TJSP). Sexta Turma. Julgado em 26 fev. 2025. **Diário da Justiça Eletrônico Nacional**, Brasília, DF, publicado em 6 mar. 2025.

¹¹³ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Recurso em Habeas Corpus nº 180.458/RS. Relator: Ministro Messod Azulay Neto. Quinta Turma. Julgado em 21 nov. 2023. **Diário da Justiça Eletrônico**, Brasília, DF, publicado em 27 nov. 2023.

Quanto ao elemento subjetivo do tipo, isto é, se se trata de crime doloso ou culposo, os Tribunais Regionais da primeira¹¹⁴, segunda¹¹⁵ e quinta¹¹⁶ região possuem julgados no sentido de que o crime é doloso, fazendo menção, inclusive, ao fato de que o dolo tanto pode ser direto, quanto eventual.

Dentre os três julgados, merece destaque a Apelação Criminal nº 0009523-27.2010.4.02.5001, julgada pelo Tribunal Regional Federal da 2ª Região. A ementa do julgado¹¹⁷ apresenta uma série de condutas que evidenciam o elemento subjetivo no caso concreto para, em seguida, fazer menção ao dolo eventual: aquisição de títulos públicos federais sem observação de regras básicas para aplicação dos recursos do instituto de Previdência, aquisição com sobrepreço em relação ao valor praticado no mercado, sem autorização do Conselho de Administração, que não existia e o não acompanhamento do desempenho das obrigações.

Todavia, é notório, da listagem de fatos, que descreve-se uma série concatenada de condutas do gestor da instituição financeira que podem configurar, na verdade, negligência, e não necessariamente aceitação do resultado. Independentemente da teoria do dolo que se

¹¹⁴ BRASIL. Tribunal Regional Federal da 1ª Região. Habeas Corpus nº 1025281-33.2024.4.01.0000. Impetrado: Juízo Federal da 10ª Vara da Seção Judiciária do Distrito Federal. Relator: Desembargador Federal Neviton de Oliveira Batista Guedes. Terceira Turma. Julgado em 14 mar. 2025. **Processo Judicial Eletrônico (PJe)**, Brasília, DF, publicado em 14 mar. 2025.

¹¹⁵ BRASIL. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Apelação Criminal nº 0009523-27.2010.4.02.5001. Apelante: Ministério Público Federal e outro. Relator: Desembargador Federal Flavio Oliveira Lucas. Segunda Turma Especializada. Julgado em 10 maio 2024. **Diário da Justiça Eletrônico da 2ª Região**, Brasília, DF, publicado em 14 maio 2024.

¹¹⁶ BRASIL. Tribunal Regional Federal da 5ª Região. Apelação Criminal nº 0808201-76.2024.4.05.8100. Apelante: Raoni Lima Ferreira. Apelado: Ministério Público Federal. Relator: Desembargador Federal Rodrigo Antonio Tenorio Correia da Silva. Sexta Turma. Julgado em 3 jun. 2025. **Diário da Justiça Eletrônico da 5ª Região**, Brasília, DF.

¹¹⁷ “I - Aprovada a aquisição de títulos públicos federais sem observação de regras básicas para a aplicação dos recursos do Instituto de Previdência. A aquisição ocorreu com sobrepreço em relação ao valor praticado no mercado; não houve autorização do Conselho de Administração, o qual sequer existia de fato à época; não foram elaborados relatórios ou estudos de mercado que desse suporte à decisão de alterar as aplicações do RPPS; não foi realizada pesquisa acerca da entidade financeira contratada assim como não foi observado processo de credenciamento para a sua escolha; não houve acompanhamento dos desempenhos das aplicações. II - Tratando-se de recursos de Regime Próprio de Previdência de Servidores Públicos, a observação de regras elementares de segurança é imprescindível para garantir a saúde financeira do fundo, evitando-se, assim, a sua exposição a um possível prejuízo financeiro e a ameaça a direitos e garantias de seus beneficiários. III - A gestão temerária resulta da atividade que excede o nível de risco projetado pelos administradores em conjunto com os órgãos de controle. O elevado risco imposto pela omissão do gestor neste caso excede o razoável dentro de um contexto em que ficou claro que a decisão foi tomada sem a mínima avaliação dos riscos envolvidos, quando é dever do gestor zelar pela segurança na aplicação dos recursos de terceiros sob seu gerenciamento. IV - No crime de gestão temerária não se exige dolo específico. O dolo eventual é suficiente para configurar o ilícito penal, na hipótese de o agente adotar medidas excessivamente arriscadas e irresponsáveis na gestão da instituição, assumindo o risco, em nível inaceitável, de provocar prejuízos financeiros, ainda que não desejados.”. BRASIL. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Apelação Criminal nº 0009523-27.2010.4.02.5001. Apelante: Ministério Público Federal e outro. Relator: Desembargador Federal Flavio Oliveira Lucas. Segunda Turma Especializada. Julgado em 10 maio 2024. **Diário da Justiça Eletrônico da 2ª Região**, Brasília, DF, publicado em 14 maio 2024.

assuma, quer cognitiva, quer volitiva, é problemático que o tipo objetivo dê margem para que se trate por dolosa uma conduta culposa, cuja relevância penal poderia ser analisada em um nível anterior, a partir da teoria da imputação objetiva.

Por fim, a respeito da estrutura semântica excessivamente aberta da gestão temerária, é relevante colecionar a esta análise interessante julgado proferida pelo Superior Tribunal de Justiça. Nos autos do Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial nº 2.753.345/DF, julgado sob relatoria do Ministro Rogério Schietti Cruz, entendeu-se que, no que diz respeito ao crime de gestão temerária, a configuração típica só é observável quando “condutas praticadas por administradores, de forma insensata e com assunção de riscos excessivos, que implicam transações perigosas com recursos alheios ou submetem o patrimônio da instituição a prejuízo ou dilapidação”¹¹⁸.

A despeito de empreender um esforço para delimitar o conteúdo do injusto, percebe-se que o precedente citado formula uma sentença que diz muito pouco a respeito da conduta delituosa (*espectro de heterodoxia que traga a pecha de destempero e incorreção*). Heterodoxia implica oposição aos padrões tradicionais¹¹⁹. Destempero e incorreção são adjetivos sem conceituação objetiva. Ora, alguns dos investimentos mais bem sucedidos da história podem perfeitamente ser descritos como heterodoxos, com pecha de destempero e incorreção.

Sem embargo, é louvável a citação aos risco excessivos que “submetem o patrimônio da instituição a prejuízo ou dilapidação”, muito embora tenha se utilizado uma conjunção alternativa para apresentar uma fórmula tão genérica e imprecisa quanto a anterior (*implicam transações perigosas com recursos alheios*).

¹¹⁸ [...] 1. O trancamento do processo penal ou a suspensão de uma investigação criminal pela via do habeas corpus somente é autorizada na evidência de uma situação de excepcionalidade. 2. Para a configuração da gestão temerária é necessário em primeiro lugar a prática de ato para além da normalidade, com largo espectro de heterodoxia que traga a pecha de destempero e incorreção. No tocante ao crime de gestão temerária, só é observável o fato típico quando condutas praticadas por administradores, de forma insensata e com assunção de riscos excessivos, que implicam transações perigosas com recursos alheios ou submetem o patrimônio da instituição a prejuízo ou dilapidação. . No caso concreto, o Tribunal Regional Federal da 1ª Região concedeu a ordem de habeas corpus para trancar o processo após efetiva análise dos fatos e provas constantes dos autos, concluindo pela atipicidade da conduta imputada aos agravados ante: (i) a apresentação comprovada aos cotistas da documentação formal do investimento, devidamente aprovada, com publicidade aos atos de gestão e observância das formalidades legais exigidas pela CVM; (ii) inexistência de investigação no âmbito da CVM em curso contra os agravados; (iii) ausência de prejuízo causado à PETROS; e (iv) inexistência de risco à atividade fim das instituições financeiras e dos fundos de pensão ou ao Sistema Financeiro Nacional. 4. O acolhimento da tese ministerial, com o consequente afastamento da conclusão do Tribunal Regional sobre a ausência de tipicidade da conduta imputada aos agravados, exigiria imprescindível reexame do conjunto fático-probatório dos autos, o que é vedado na via estreita do recurso especial, conforme o óbice da Súmula n. 7 do STJ. 5. Agravo regimental não provido. [...] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial nº 2.753.345/DF**. Relator: Ministro Rogério Schietti Cruz. Sexta Turma. Julgado em 19 ago. 2025. Diário da Justiça Eletrônico Nacional, Brasília, DF, publicado em 25 ago. 2025.

¹¹⁹ HETEROXODIA. **Dicio, Dicionário Online de Português**. Porto: 7Graus, 2026. Disponível em: <https://www.dicio.com.br/heterodoxia/>. Acesso em: 02 jan. 2026.

O inteiro teor do julgado, por seu turno, aprofunda a discussão. Destaca-se a referência que faz à racionalidade do próprio sistema como nota distintiva da gestão temerária, definindo-a como “aquela atitude de mercado que, objetivando ganhos, arrisca práticas atos heterodoxos”, destoando das práticas “razoáveis e aceitáveis”¹²⁰.

O conjunto de práticas razoáveis e aceitáveis, entretanto, não pode ser a matriz interpretativa do tipo, visto que a seara administrativa é, *a priori*, perfeitamente apta a coibir condutas irrazoáveis. Conforme será explorado em momento oportuno, o critério deve considerar as normativas e parâmetros do mercado, mas não apenas, visto que o risco proibido considera, sobretudo, a afetação do bem jurídico tutelado.

2.4 RESULTADOS PARCIAIS

Do exposto, percebe-se forte insegurança jurídica quanto ao delito de gestão temerária. Apesar de muito se falar sobre o problema da abertura excessiva desse tipo penal, ainda existe carência por uma solução mais robusta, que responda o que é gerir temerariamente instituição financeira. A proposta de interpretação histórico-evolutiva, apesar de interessante, não recebeu acolhida. E a jurisprudência apresenta respostas acríicas aos problemas atinentes a ao delito em estudo.

Nesse contexto, a teoria da imputação objetiva pode apresentar soluções inovadoras e razoáveis às questões levantadas, de modo a fornecer parâmetros mais precisos para distinguir a conduta do gestor de instituição financeira que de fato tenha relevância penal e extrapole os limites do risco tolerado em um Estado de direito.

Diante da insuficiência do causalismo e da atrofia da categoria do dolo para a contenção da tipicidade nos crimes econômicos, especialmente no delito de gestão temerária, impõe-se a adoção de um critério normativo de imputação do injusto. É, nesse contexto, que se insere a teoria da imputação objetiva, cujo exame constitui o objeto do capítulo seguinte.

3. (IN)APLICABILIDADE DA TEORIA DA IMPUTAÇÃO OBJETIVA AOS CRIMES

¹²⁰ [...] Registro, por oportuno, que gestão temerária não é aquela gestão arriscada, aquela atitude de mercado que, objetivando ganhos, arrisca praticar atos heterodoxos. O mercado financeiro é sempre arriscado e impõe atitudes claras em atos de vanguarda – naturalmente perigosos – quando o objetivo é o ganho. Nesse diapasão, para a configuração da gestão temerária é necessário em primeiro lugar a prática de ato para além da normalidade, com largo espectro de heterodoxia que traga, em sim, a pecha de destempero e incorreção. Obviamente, o critério é a racionalidade do próprio sistema. É o conjunto das práticas razoáveis e aceitáveis – e o seu contrário - que dá azo à constatação de que tal ato teria sido temerário ou não. [...]. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial nº 2.753.345/DF. Relator: Ministro Rogério Schietti Cruz. Sexta Turma. Julgado em 19 ago. 2025. Diário da Justiça Eletrônico Nacional, Brasília, DF, publicado em 25 ago. 2025.

DE PERIGO ABSTRATO E SEUS CRITÉRIOS DE APLICAÇÃO

A hipótese deste trabalho, de que a teoria da imputação objetiva pode fornecer parâmetros mais claros para a análise de tipicidade do delito de gestão temerária e outros tipos vagos, passa por analisar a (in)aplicabilidade da teoria ao delito em estudo, o que implica lidar com as duas correntes sobre a natureza do tipo penal: (i) a que defende que a gestão temerária é um crime de resultado de perigo e (ii) a que advoga tratar-se de crime de perigo abstrato.

Nessa conjectura, ainda que se filie à primeira corrente, tratando-se essa de uma opinião dissidente, em contraste com o entendimento dominante, é imprescindível que, a partir dos fundamentos de imputação objetiva, se analise se os critérios de imputação propostos são compatíveis com o tipo de gestão temerária mesmo se operacionalizado como crime de perigo abstrato, o que passa por uma questão fundamental: os critérios de imputação objetiva limitam-se aos crimes de resultado? Tais critérios podem ser extensíveis aos crimes de perigo abstrato?

O presente capítulo visa apresentar um breve panorama da teoria da imputação objetiva, com vistas a responder a essas questões.

3.1 CRITÉRIOS DE IMPUTAÇÃO OBJETIVA

A despeito de muitos autores traçarem critérios mais ou menos coesos, há uma pluralidade de concepções sobre a teoria da imputação objetiva na doutrina contemporânea.

Em sua versão mais difundida, diz-se que a teoria da imputação objetiva estabelece critérios para a vinculação entre um resultado e uma conduta, traduzindo-se em uma categoria dogmática que tem por finalidade estabelecer a relação causal entre a ação e o resultado a partir de parâmetros normativos¹²¹. Nas palavras de Luís Greco, trata-se do “conjunto de pressupostos genéricos que fazem da causação uma causação objetivamente típica”¹²².

Nesses moldes, a teoria propõe a relação de imputação a partir de dois polos: criação de um risco juridicamente proibido e realização do risco no resultado¹²³; nesses moldes, seu campo de aplicação se concentra nos chamados crimes materiais, isto é, aqueles que produzem um resultado naturalístico.

¹²¹ PUPPE, Ingeborg. **Estudos sobre imputação objetiva e subjetiva no direito penal**. São Paulo: Marcial Pons, 2019. p. 19.

¹²² GRECO, Luís. **Um panorama da teoria da imputação objetiva**. 4. Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais. p. 23.

¹²³ VIANA, Eduardo. MARTELETO, Wagner. **Imputação objetiva no direito penal**. São Paulo: Marcial Pons, 2025. p. 53.

Dessa forma, para Greco e Roxin, a imputação é um problema unicamente nos tipos que exigem um “resultado espaço-temporalmente distinto da ação do autor”, de modo que, nos crimes de mera conduta, a imputação “esgota-se na subsunção sob os elementos específicos do tipo em questão, a serem estudados na Parte Especial”¹²⁴. Nessa linha, defende-se que o resultado (leia-se, resultado material) só pode ser imputado ao agente como obra sua quando seu comportamento cria um risco não permitido que se realiza no resultado¹²⁵.

Contudo, é necessário que se realize uma análise da teoria da imputação objetiva a partir de seus fundamentos históricos e dogmáticos, inclusive a partir de novas releituras, para, de modo fundamentado, definir o seu âmbito de incidência e os critérios de imputação propostos.

3.1.2 Fundamentos da teoria da imputação objetiva

Conforme Meliá, os primeiros a utilizarem o termo “imputação” em um sentido próximo ao atual foram Larenz e Honig¹²⁶. Partindo da noção de “imputação” ou “responsabilidade”¹²⁷, desenvolvida no Princípios de Teoria do Direito de Hegel, Larenz, em uma abordagem inicial, buscou distinguir o “fato próprio” do “acontecimento fortuito”, num contexto em que o causalismo positivista perdia relevância¹²⁸.

Para Larenz, o juízo de imputação é, à luz da filosofia hegeliana, um juízo teleológico. Nessa perspectiva, o fundamento da imputação reside na capacidade da vontade humana de estabelecer fins e de dirigir o curso causal para alcançá-los¹²⁹. Todavia, embora a vontade constitua esse fundamento, o ponto decisivo do juízo de imputação não é aquilo que o autor efetivamente quis, mas aquilo que era objetivamente cognoscível sob uma perspectiva *ex ante*. Assim, a vontade, enquanto condição de possibilidade da imputação, e a previsibilidade objetiva, enquanto critério de juízo, permitiriam qualificar um acontecimento não como mera causação, mas como fato próprio, suscetível de atribuição objetiva e imputação ao autor¹³⁰.

¹²⁴ ROXIN, Claus. GRECO, Luís. **Direito penal: parte geral. Fundamentos. A estrutura da teoria do crime**. 5. Ed. São Paulo: Marcial Pons, 2024. p. 568.

¹²⁵ ROXIN, Claus. A teoria da imputação objetiva. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 38, p. 11–31, abr./jun. 2002.

¹²⁶ CANCIO MELIÁ, Manuel. **Líneas básicas de la teoría de la imputación objetiva**. Mendoza: Cuyo, 2001. p. 35.

¹²⁷ Termo utilizado na tradução para o português de Orlando Vitorino. Vide: HEGEL, Georg Wilhelm Friedrich. **Princípios de teoria do direito**. São Paulo: Martins Fontes, 1997. p. 103.

¹²⁸ CANCIO MELIÁ, Manuel. Op. Cit. p. 32;

¹²⁹ VIANA, Eduardo. MARTELETO, Wagner. Op. Cit. p. 28.

¹³⁰ HAAS, Volker. La doctrina penal de la imputación objetiva: una crítica fundamental. **InDret – Revista para el Análisis del Derecho, Barcelona**, n. 1, p. 1. jan. 2016.

Foi Honig, no entanto, que primeiro utilizou o termo no contexto específico do direito penal¹³¹. Convergingo com Larenz, Honig também parte da noção de vontade como fundamento da imputação. Todavia, estabelece como critério de imputação a noção de “susceptibilidade objetiva de ser tomado como finalidade” de dado curso causal¹³². Dessa forma, cursos causais não domináveis são tidos por irrelevantes penais antes mesmo de qualquer juízo de antijuridicidade¹³³.

Embora as teorias da imputação objetiva contemporâneas operem por outras bases, essas noções incipientes fundamentaram alguns aspectos ainda presentes na dogmática contemporânea: a distinção entre causação, enquanto mera descrição objetiva de um fenômeno físico, e imputação, um juízo valorativo baseado em prescrições sobre a conduta;¹³⁴ e a superação de um formalismo rígido na aplicação dos tipos penais, na medida em que se abriu a possibilidade de compreender a tipicidade não como mera subsunção, mas, também, como a aptidão da conduta para colocar em risco o bem jurídico tutelado pela norma¹³⁵.

3.1.2.1 Fundamentos da teoria da imputação objetiva em Claus Roxin

Não obstante, tem-se como marco inicial das atuais teorias da imputação objetiva, o escopo desenvolvido por Claus Roxin desde a década de 1970¹³⁶. Analisando o estado da arte da dogmática vigente, o autor percebeu que as contribuições da doutrina finalista se concentraram no âmbito do tipo subjetivo, sem alterações significativas no campo da tipicidade objetiva¹³⁷. Isto é, ainda que Welzel tenha alterado os paradigmas ao tratar o dolo como elemento subjetivo de todos os tipos penais, a base sob a qual se operavam as categorias de imputação era a mesma do causalismo mecanicista - a realização causal de um resultado¹³⁸.

O problema dessa proposta teórica é a ocorrência de um superdimensionamento do elemento subjetivo para a resolução dos problemas jurídico penais, de modo que o dolo ou a

¹³¹ FRISCH, Wolfgang. Sobre a teoria da imputação objetiva: uma história de sucesso e equívocos – Ao mesmo tempo, uma contribuição à necessidade de revisão do sistema do fato punível. Tradução: João Pedro Ayrosa. **Revista do Instituto de Ciências Penais**, Belo Horizonte, v. 9, n. 1, p. 1–36, 2024. DOI: 10.46274/1809-192XRICP2024v9n1p1-36.

¹³² CANCIO MELIÁ, Manuel. Op. Cit. p. 35.

¹³³ HAAS, Volker. Op. Cit.

¹³⁴ CARUSO, Tiago. Op. Cit. p. 135.

¹³⁵ Idem. p. 137.

¹³⁶ VIANA, Eduardo. MARTELETO, Wagner. Op. Cit. p. 31.

¹³⁷ ROXIN, Claus. Op. Cit.

¹³⁸ GIMBERNAT ORDEIG, Enrique. ¿Qué es la imputación objetiva? **Estudios penales y criminológicos**, n. 10, Santiago de Compostela, p. 167–185, 1987.

culpa tornam-se categorias sobrecarregadas¹³⁹. Além disso, alguns problemas específicos não podiam ser resolvidos por meio da análise do elemento subjetivo do tipo.

No clássico exemplo da viagem aérea, A adquire uma passagem para B com dolo homicida e passa a esperar que ocorra a queda da aeronave. Sobrevindo o óbito do ofendido em razão de um acidente aéreo durante o percurso, aplicando-se as regras de causalidade clássica — isto é, a chamada *conditio sine qua non* conjugada com o filtro do dolo/culpa —, ainda assim haveria responsabilidade penal, visto que a compra da passagem foi causa do resultado morte, havia dolo, e o homicídio é um tipo penal de forma livre, isto é, que pode se consumir por qualquer meio; tal conclusão, contudo, é dogmaticamente insatisfatória¹⁴⁰.

Nesse contexto, Roxin propõe um novo marco teórico para resolver grupos de casos cuja irrelevância penal deve ser constatada antes de qualquer juízo de tipicidade subjetiva ou antijuridicidade¹⁴¹. Embora reconheça, como ponto de partida, a necessidade de nexo de causalidade, em conformidade com a teoria da equivalência dos antecedentes causais¹⁴², o autor propõe critérios normativos de imputação, de base político-criminal¹⁴³.

Entendendo que a dogmática deve realizar os fins do direito penal, de proteção de bens jurídicos¹⁴⁴, o autor estrutura a imputação objetiva a partir do critério da criação e da realização de riscos não tolerados. Existem, assim, duas categorias centrais, as quais, no contexto geral da dogmática de Roxin, de cunho funcionalista, são operacionalizadas para compatibilizar a aplicação do direito penal com seu fim de proteção de bens jurídicos, entendidos como os interesses ou valores imprescindíveis ao livre desenvolvimento social¹⁴⁵.

Dessa forma, propõe-se a imputação penal com base em dois critérios fundamentais: desvalor da ação e desvalor do resultado¹⁴⁶. O desvalor da ação deixa de ser meramente subjetivo, como era no finalismo, e passa a ter uma dimensão objetiva: a criação do risco não

¹³⁹ SOUZA, Valéria Padovani de. **Imputação objetiva na obra de Claus Roxin e sua aplicação no Direito Penal brasileiro**. 2006. 113 f. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) – Setor de Ciências Jurídicas, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2006.

¹⁴⁰ ROXIN, Claus. **Estudos de direito penal**. 2. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 104.

¹⁴¹ ROXIN, Claus. Op. Cit. p. 131.

¹⁴² MORAES, Jenifer. **Imputação objetiva nos crimes financeiros**. São Paulo: Tirant lo Blanch, 2022. p. 66.

¹⁴³ ROXIN, Claus. Op. Cit. p. 56.

¹⁴⁴ CABRAL, Rodrigo Leite Ferreira; CHAVES JUNIOR, Airto. Articulações entre política criminal, dogmática penal, criminologia e processo penal. **Revista de Direito Brasileira**, Florianópolis, SC, v. 36, n. 13, p. 197–216, set./dez. 2023.

¹⁴⁵ ROXIN, Claus. **Problemas fundamentais de direito penal**. Lisboa: Vega, 1986. p. 31.

¹⁴⁶ GRECO, Luís. Op. Cit. p. 28.

tolerado pelo direito, aferível por meio de uma prognose póstuma objetiva¹⁴⁷. O desvalor do resultado, por sua vez, deixa de ser apenas o encadeamento causal que provoca o resultado naturalístico, passando a ser a realização do risco criado¹⁴⁸, que também deve se enquadrar no âmbito de proteção da norma.

Risco, assim, implica probabilidade de lesão, ou probabilidade de ocorrência de um resultado que provoque um dano mensurável¹⁴⁹. Destarte, identificando grupos de casos nos quais haveria na verdade a diminuição do risco ao bem jurídico, nos quais a criação do risco é tolerada pelo direito, diante de sua relevância social, ou ainda nos quais há uma autocolocação da vítima na situação de risco etc., Roxin propõe a impossibilidade de imputação do resultado ao autor como obra sua¹⁵⁰, tendo em conta a incompatibilidade da imputação com os fins do direito penal.

Os grupos de casos elencados por Roxin são, de fato, pensados para os chamados crimes materiais. Contudo, o autor faz a ressalva que os crimes de perigo concreto também são crimes de resultado¹⁵¹, de modo que a teoria da imputação objetiva é, em tese, aplicável a eles. Os crimes de perigo abstrato, por sua vez, dispensam o resultado de perigo, sendo necessário, tão somente, o preenchimento das elementares objetivas do tipo¹⁵², de modo que, à luz da concepção de Roxin, seria dispensável qualquer juízo de imputação objetiva.

3.1.2.2 Fundamentos da teoria da imputação objetiva em Wolfgang Frisch

Frisch, tal qual Roxin, é um funcionalista. Sem embargo, não parte de uma fundamentação extrínseca ao direito penal, de cunho extrajurídico ou sociológico. Antes, toma como ponto de partida a teoria das normas¹⁵³. Tem, assim, o pressuposto de que as normas jurídico-penais possuem um caráter secundário em face de outras normas do ordenamento, o

¹⁴⁷ AMARAL, Rodrigo. Prognose do risco e previsibilidade do resultado: uma análise a partir do julgado no AgRg-REsp 1.094.758. *Revista do Instituto de Ciências Penais*, Belo Horizonte, v. 8, n. 2, p. 275–298, 2023. DOI: 10.46274/1809-192XRICP2023v8n2p275-298.

¹⁴⁸ ROCHA, Ronan de Oliveira. *A relação de causalidade no Direito Penal*. 2013. 213 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2013.

¹⁴⁹ SILVA SANCHÉZ, Jesús-María. *El riesgo permitido en Derecho penal económico*. Barcelona: Atelier, 2022. p. 15.

¹⁵⁰ FRISCH, Wolfgang. Op. Cit.

¹⁵¹ ROXIN, Claus. GRECO, Luís. *Direito penal: parte geral. Fundamentos. A estrutura da teoria do crime*. 5. Ed. São Paulo: Marcial Pons, 2024. p. 652.

¹⁵² ROXIN, Claus. GRECO, Luís. Op. Cit. p. 655.

¹⁵³ FRISCH, Wolfgang. *Estudios sobre imputación objetiva*. Santiago: Legal Publishin, 2012. p. 5.

que fundamenta a posição do direito penal como *ultima ratio*¹⁵⁴.

Tal postura, no entanto, não ignora o caráter valorativo das normas penais. Ao contrário, assimila não apenas o desvalor atribuído às condutas juridicamente proibidas, como também a valoração positiva atribuída aos bens jurídicos protegidos pela norma¹⁵⁵, possibilitando que haja a ponderação de valores para fins de imputação¹⁵⁶.

O conceito de injusto em Frisch passa, destarte, pelo conceito de norma de conduta. Conforme leciona, a compreensão tradicional de injusto coloca a violação às normas em segundo plano, pois a norma proibitiva serve apenas à proteção de bens jurídicos. No entanto, tal visão desconsidera que as normas de conduta não são meros aparatos técnicos para a proteção de bens jurídicos, mas comandos autônomos que visam regular comportamentos¹⁵⁷.

Nesse sentido, operar o delito como mera violação a bens jurídicos resulta na criação de um conceito que desconsidera que um número infinito de condutas pode afetar significativamente os bens jurídicos¹⁵⁸ e encontrar guarida em outras intervenções estatais que não o direito penal, como o direito administrativo ou cível sancionador. Dessa forma, existe a necessidade de compreender que subjacente ao tipo, há uma norma de conduta a ser respeitada pelo agente¹⁵⁹.

O delito, é, nesse sentido, um “não reconhecimento” ou questionamento da norma infringida pelo agente. É, mais precisamente, um menosprezo pelo ordenamento jurídico, de modo que sustenta uma atribuição de sentido ao injusto. Há, a partir dessa concepção, uma integração entre crime e pena, pois a conduta praticada pelo agente deve ser contradita pelo direito, na esteira da ideia hegeliana de pena como negação da negação do direito¹⁶⁰.

Nesse contexto, o delito não é mais um mero acontecimento fático, ou causação de um resultado, mas, antes, um comportamento contrário à norma. Mas, ao mesmo tempo, não se abandona a noção de bem jurídico; atribui-se-lhe, nessa conjuntura, um papel secundário, de

¹⁵⁴ FRISCH, Wolfgang. La imputación objetiva: estado de la cuestión. In: SILVA SANCHÉZ, Jesús-María (org.). **Sobre el estado de la teoría del delito (Seminarío en la Universitat Pompeu Fabra)**. Madrid: Civitas, 2000. p. 39.

¹⁵⁵ MIR PUIG, Santiago. **Derecho penal: parte general**. 10. Ed. Barcelona: Reppertor, 2016. p. 76.

¹⁵⁶ FRISCH, Wolfgang. **Estudios sobre imputación objetiva**. Santiago: Legal Publishin, 2012. p. 6.

¹⁵⁷ FRISCH, Wolfgang. Teoría de la pena, concepto de delito y sistema del delito: sobre la necesaria revisión de la concepción del delito. **InDret**, Barcelona, n. 4, p. 115-132, 2024.

¹⁵⁸ BRENER, Paula Rocha Gouvêa. Ações neutras e limites da intervenção punível: sentido delitivo e desvalor do comportamento típico do cúmplice. 2021. **Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade Federal de Minas Gerais**, Belo Horizonte, 2021.

¹⁵⁹ FRISCH, Wolfgang. Op. Cit.

¹⁶⁰ FRISCH, Wolfgang. Pena, delito y sistema del delito en transformación. **InDret**, Barcelona, n. 3, 2014.

delimitação do conteúdo e do alcance da norma de conduta¹⁶¹. O injusto, assim, adquire uma conotação normativa.

Todavia, esse normativismo não pode se confundir com uma aplicação cega da norma, como se o direito penal integrasse um sistema autopoietico e autônomo¹⁶². Frisch submete às normas de conduta ao crivo do critério da proporcionalidade constitucional. A norma de conduta proibitiva somente é legítima se for adequada, necessária e proporcional em sentido estrito¹⁶³.

Entende-se por adequada a intervenção estatal que fomente o resultado pretendido, em juízo absoluto. Necessária é a intervenção que, comparativamente a outras, seja igualmente adequada e restrinja em menor intensidade os direitos fundamentais afetados. Ao fim, é proporcional em sentido estrito a intervenção cuja importância do valor que se quer fomentar possua um peso superior à intensidade da restrição de direitos que se dará com a sua adoção, considerando a fórmula do peso¹⁶⁴.

Frisch, todavia, não se limita às normas de conduta, mas também trabalha com a noção de normas de sanção. A norma de sanção não integra a conduta, mas é um pressuposto de aplicação da pena¹⁶⁵, correspondendo à reprovabilidade necessária para que a sanção penal se justifique. A partir da estrutura da teoria da imputação objetiva, em seus moldes mais difundidos, a criação do risco juridicamente proibido corresponde à norma de conduta, ao passo que a realização do risco no resultado corresponde à norma de sanção¹⁶⁶.

Fincando-se nessas balizas, Frisch reformula as bases da teoria da imputação objetiva, compreendendo que a criação do risco proibido, muito além de uma questão de imputação, está na essência da definição das normas de conduta, constituindo a essência do ilícito¹⁶⁷. Inclusive, a criação do risco proibido, fundamentada na norma de conduta, é uma questão anterior à imputação.

¹⁶¹ FRISCH, Wolfgang. Teoría de la pena, concepto de delito y sistema del delito: sobre la necesaria revisión de la concepción del delito. **InDret**, Barcelona, n. 4, p. 115-132, 2024.

¹⁶² O pensamento de Frisch, nesse sentido, apesar de dialogar com, entra em oposição ao pensamento de Günther Jakobs, que enxerga o direito penal como sistema autônomo em relação até mesmo ao direito constitucional. Vide: JAKOBS, Günther. **Sociedad, norma y persona en una teoría de un Derecho penal funcional**. Madrid: Civitas, 2000. p. 169

¹⁶³ FRISCH, Wolfgang. Op. Cit.

¹⁶⁴ SILVA, Virgílio Afonso da. O proporcional e o razoável. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 798, p. 23–50, 2002.

¹⁶⁵ FRISCH, Wolfgang. **Estudios sobre imputación objetiva**. Santiago: Legal Publishin, 2012. p. 7.

¹⁶⁶ FRISCH, Wolfgang. Op. Cit. p. 10.

¹⁶⁷ FRISCH, Wolfgang. Sobre a teoria da imputação objetiva: uma história de sucesso e equívocos – Ao mesmo tempo, uma contribuição à necessidade de revisão do sistema do fato punível. Tradução: João Pedro Ayrosa. **Revista do Instituto de Ciências Penais**, Belo Horizonte, v. 9, n. 1, p. 1–36, 2024. DOI: 10.46274/1809-192XRICP2024v9n1p1-36.

Dessa forma, é possível sustentar que a compreensão normativa do tipo penal, como defendida por Frisch, não está restrita aos chamados crimes de resultado, visto que, para além da mera atribuição de vínculo entre resultado e autor, o critério da criação do risco não tolerado está intrinsecamente relacionado à própria tipicidade da conduta¹⁶⁸.

3.1.2.3 Outros apontamentos

Longe de corresponder apenas à imputação do resultado naturalístico ao agente, parcela da doutrina contemporânea defende que o conteúdo da imputação na teoria da imputação objetiva é o “perigo objetivo intolerável para o bem jurídico”¹⁶⁹. Dessa forma, sua aplicabilidade deixa de estar restrita aos crimes de dano, aplicando-se, também, aos crimes de perigo.

Consoante Bottini, entender em sentido contrário implicaria violação ao princípio da lesividade, pois condutas inócuas, isto é, sem potencialidade de afetação ao bem jurídico, seriam criminalizadas; por outro lado, a atuação penal igualmente não seria fragmentária, visto que o direito penal incidirá sobre condutas que não violam, de forma intolerável, os bens jurídico-penais¹⁷⁰.

Corroborando esse entendimento, tem-se a noção de que “todo crime de perigo abstrato contém um crime de perigo concreto, que, por sua vez, contém um crime de lesão”¹⁷¹. Isto é, ainda que o crime de perigo abstrato antecipe a tutela penal em um nível muito anterior à exigência de dano¹⁷², há referibilidade a um possível resultado concreto decorrente da prática da conduta proibida.

O risco, portanto, é o substrato mínimo de toda e qualquer espécie de delito, de modo que as espécies típicas se distinguem na atualidade ou na intensidade do risco que apresentam¹⁷³. Enquanto os delitos de dano apresentam um risco realizado, os de perigo concreto representam um risco iminente e os de perigo abstrato um risco ao menos potencial.

Por essas razões, não haveria razão para limitar a teoria da imputação objetiva aos

¹⁶⁸ BRITO, Alexis Couto de. Imputación jurídico-penal: aspectos generales y particulares. **Revista Penal México**, n. 24, p. 57–72, jan./jun. 2024.

¹⁶⁹ CARUSO, Tiago. Op. Cit. p. 179.

¹⁷⁰ BOTTINI, Pierpaolo Cruz. Op. Cit. p. 167.

¹⁷¹ CARUSO, Tiago. Op. Cit. p. 181.

¹⁷² GRECO, Luís. “Princípio da ofensividade” e crimes de perigo abstrato: uma introdução ao debate sobre o bem jurídico e as estruturas do delito. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 49, p. 89–147, jul./ago. 2004. DTR\2004\892.

¹⁷³ BOTTINI, Pierpaolo Cruz. Op. Cit. p. 166.

delitos materiais, ao menos no que diz respeito ao critério da criação do risco não permitido pelo direito, tendo em conta que todos os delitos têm por núcleo essencial a criação do perigo desaprovado.

Em consonância com o exposto, Santiago Mir Puig, argumentando que a teoria da imputação objetiva atende aos pressupostos de culpabilidade em sentido amplo, na medida em que conecta o agente à lesividade da conduta, entende que o primeiro nível de imputação, isto é, a exigência de criação de um risco não tolerado pelo direito, é imprescindível tanto em relação aos crimes de resultado quanto de mera conduta¹⁷⁴.

3.2 O RISCO NÃO TOLERADO PELO DIREITO

A metodologia tradicional adotada pelos defensores da teoria da imputação objetiva a conceituação, sob uma perspectiva negativa, em moldes parecidos com os propostos na teoria da justificação. Ao invés de apresentar uma definição ampla do risco não tolerado pelo direito, adota-se uma postura de elencar constelações de casos em que o risco será considerado tolerado e a imputação, por conseguinte, negada¹⁷⁵.

Não obstante, o esqueleto de um conceito positivo de imputação objetiva passa por analisar, em um primeiro lugar, os critérios de criação de um risco, para, posteriormente, o valorar como proibido (desvalor da ação). Num segundo momento, avalia-se se esse risco criado e valorizado como proibido se realizou no resultado naturalístico (desvalor do resultado).

Greco leciona que o critério para atestar a criação de um risco é a prognose póstuma objetiva. O julgador, ao avaliar o caso concreto, deve, levando em consideração os conhecimentos de um homem prudente, atestar se a conduta tem potencialidade real de lesionar o bem jurídico protegido pela norma; diz-se que essa prognose é póstuma porque ocorre *post factum*¹⁷⁶.

A avaliação do risco, dessa forma, passa por analisar a previsibilidade do resultado lesivo. A rigor, todo curso causal possível é previsível em alguma medida. Entretanto, os riscos que o observador prudente deve observar são aqueles que, para além da mera possibilidade abstrata e remota, possuem uma probabilidade concreta de se realizarem¹⁷⁷. O remoto risco de

¹⁷⁴ MIR PUIG, Santiago. Significado e alcance da imputação objetiva em direito penal. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 56, p. 173–201, set./out. 2005.

¹⁷⁵ FRISCH, Wolfgang. Op. Cit.

¹⁷⁶ GRECO, Luís. **Um panorama da teoria da imputação objetiva**. 4. Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais. p. 39.

¹⁷⁷ AMARAL, Rodrigo. Op. Cit.

que alguém tenha um infarto ao comemorar o gol do título de seu time, por exemplo, é, em circunstâncias normais, absolutamente imprevisível, de modo que quem convidou o desafortunado para o jogo não pode ser responsabilizado.

Um ponto de divergências e críticas à teoria da imputação objetiva, nesse aspecto, é a questão dos conhecimentos especiais do autor. Uma teoria que se propõe objetiva pode levar em consideração os conhecimentos que o autor tinha enquanto praticava a conduta? Há, sem dúvidas, uma possível sobreposição entre o elemento cognitivo do dolo e o critério da prognose do risco¹⁷⁸.

Roxin e Greco, sem embargo, contrargumentam que os conhecimentos especiais do autor, longe de serem aspectos meramente subjetivos, são, na verdade, circunstâncias do mundo exterior¹⁷⁹, que não podem deixar de ser analisadas. Dão, como exemplo, o caso de um professor de educação física que, esquecendo da informação a qual teve acesso sobre a hemofilia de um aluno, o deixa jogar futebol, com consequências fatais; segundo sustenta, não há razão para ignorar esse dado outrora conhecido na valoração da violação de dever de cuidado pelo agente¹⁸⁰.

Uma vez que se avalie o risco como criado, ele deve ser desaprovado pelo direito. Diz-se que a desaprovação do risco surge da necessidade de ponderação entre o interesse de proteção de bens jurídicos e a liberdade dos cidadãos. Como objeção, essa fundamentação pode ser considerada excessivamente consequencialista, visto que existe um núcleo fundamental de liberdade imponderável¹⁸¹. Porém, entendendo-se que apenas esse núcleo é imponderável, o critério de ponderação é útil para todos os demais casos que não o afetam.

Os grupos de casos em que se entende a ausência desse primeiro nível de imputação são os casos de diminuição do risco, na perspectiva da criação do risco, ou do risco permitido, na perspectiva da proibição do risco¹⁸². Existem, ainda, hipóteses de risco irrelevante, contribuição para uma autocolocação em perigo e heterocolocação em perigo consentida¹⁸³, sendo esses dois últimos agrupamentos de casos mais relevantes para as hipóteses de crimes

¹⁷⁸ CANCIO MELIÁ, Manuel. Algunas reflexiones sobre lo objetivo y lo subjetivo en la teoría de la imputación objetiva. In: MONTEALEGRE LYNETT, Eduardo (coord.). **Libro homenaje al profesor Günther Jakobs: el funcionalismo en el Derecho penal**. Bogotá D.C.: Universidad Externado de Colombia, 2003. pp. 211-228.

¹⁷⁹ ROXIN, Claus. GRECO, Luís. **Direito penal: parte geral. Fundamentos. A estrutura da teoria do crime**. 5. Ed. São Paulo: Marcial Pons, 2024. p. 604.

¹⁸⁰ Idem. Ibidem.

¹⁸¹ GRECO, Luís. **Um panorama da teoria da imputação objetiva**. 4. Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais. pp. 52-53.

¹⁸² VIANA, Eduardo. MARTELETO, Wagner. Op. Cit. p. 56.

¹⁸³ GRECO, Luís. Op. Cit. pp. 44, 70 e 75.

materiais contra a pessoa. Para os fins deste trabalho, é pertinente aprofundar as hipóteses de diminuição do risco e de risco permitido.

A respeito dos chamados riscos irrelevantes, Viana e Marteleto lecionam que se tratam de comportamentos rotineiros e permitidos, como nadar num lago, caminhar pela praia etc.¹⁸⁴. Via de regra, serão considerados permitidos, exceto em hipóteses nas quais o autor detinha conhecimentos especiais. Não obstante, é difícil imaginar a aplicabilidade prática dessa categoria aos crimes econômicos.

As demais hipóteses, por seu turno, são aplicáveis a delitos cujas vítimas são pessoas. Considerando que as pessoas jurídicas são entes abstratos e coletivos cuja vontade se confunde com a vontade de seus dirigentes¹⁸⁵, as situações nas quais estas podem se “autocolocar” em perigo, isto é, assumir riscos demasiadamente elevados, encontrarão respaldo jurídico na categoria do risco permitido.

Mister acrescenta ainda que Frisch, de modo bastante perspicaz, percebe que as formas de participação e de coautoria também enquadram-se no campo da criação do risco desaprovado. A autoria mediata, por exemplo, é um modelo de criação de risco, pois o “homem de trás” desencadeia o curso causal que atinge o resultado típico¹⁸⁶. O instigador, igualmente, cria o risco desaprovado de o autor realizar o resultado típico¹⁸⁷.

3.2.1 Diminuição do risco

Conforme lecionam Greco e Roxin, faltará a criação do risco quando o agente alterar o curso causal de tal maneira a diminuir o risco já existente contra o bem jurídico, “porque seria irracional proibir ações que não pioram a situação do bem jurídico protegido, antes a melhora”¹⁸⁸. O sujeito que convence um ladrão a furtar não mil, mas apenas cem reais, não fomentou o risco já existente ao bem jurídico patrimônio, de modo que o resultado lesivo não pode ser a ele imputado¹⁸⁹.

Numa abordagem crítica, questiona-se a necessidade de aplicação da teoria da imputação objetiva para os casos de diminuição do risco, na medida em que o instituto da

¹⁸⁴ VIANA, Eduardo. MARTELETO, Wagner. Op. Cit. p. 75.

¹⁸⁵ MARIANI, Irineu. Direito de empresa, atividade empresarial, empresa e empresário: à luz do novo Código Civil. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 95, n. 844, p. 28-40, fev. 2006.

¹⁸⁶ FRISCH, Wolfgang. Op. Cit. p. 55.

¹⁸⁷ FRISCH, Wolfgang. Op. Cit. p. 56.

¹⁸⁸ ROXIN, Claus. GRECO, Luís. Op. Cit. p. 600.

¹⁸⁹ ROXIN, Claus. A teoria da imputação objetiva. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 38, p. 11-31, abr./jun. 2002.

legítima defesa de terceiro poderia dar uma solução adequada a essas hipóteses¹⁹⁰. Contudo, em muitas situações faltará o conflito de bens jurídicos típico das causas de justificação¹⁹¹.

No campo dos crimes econômicos há uma dificuldade prática para atestar a diminuição do risco: distinguir o que é a diminuição de um risco preexistente ao bem jurídico da diminuição de um risco criado ou fomentado pelo próprio agente. No primeiro caso, a imputação não ocorre. No segundo, a responsabilidade penal subsiste, salvo se presente outra excludente de tipicidade ou causa de justificação¹⁹².

Isso decorre da estrutura complexa das instituições financeiras, dotadas de cadeias decisórias horizontais e verticais. Nesse contexto, ainda que existam institutos dogmáticos úteis, como a teoria do domínio do fato, a responsabilidade pelas decisões pode ser diluída entre os diferentes agentes que tomam parte das decisões, o que dificulta identificar de forma precisa a autoria do possível delito¹⁹³. Assim, deve o juízo avaliar no caso concreto quem detém o domínio do fato, isto é, de qual conduta provém o risco à instituição financeira, para constatar ou não a diminuição do risco.

Inclusive, Frisch compreende que a relevância central da diminuição do risco se dá em contextos em que há a condução de um partícipe cuja conduta é concausa do resultado lesivo; em algumas hipóteses, sua atuação não irá incrementar o risco criado pelo autor, mas diminuí-lo¹⁹⁴. Num contexto empresarial, por exemplo, o executor de dada decisão pode adotar medidas prudentes que irão amenizar os riscos tomados por quem detém poder decisório.

Não é requisito da diminuição do risco que o agente tenha efetivamente salvado o bem jurídico de qualquer lesão, bastando que o risco efetivamente sofrido pelo bem jurídico tenha extensão inferior ao risco inicialmente criado. Por óbvio, quando o risco for anulado, haverá igualmente exclusão da imputação¹⁹⁵.

Imagine que o conselho de dada instituição financeira decida realizar aportes de alto risco sem o consentimento dos investidores. Caso o diretor das operações, discordando, reduza a alavancagem dos investimentos para prevenir perdas, ainda que o resultado final seja lesivo à

¹⁹⁰ VIDAL, HÉLVIO SIMÕES. Causalidade, ciência e experiência em matéria penal. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 788, p. 458-486, jun. 2001.

¹⁹¹ REBOUÇAS, SÉRGIO. *Direito Penal: parte geral*. São Paulo: Tirant lo Blanch, 2020. p. 686.

¹⁹² CARUSO, TIAGO. Op. Cit. p. 339.

¹⁹³ CARDOSO, ANNA PAULINA CORTELETTI PEREIRA. A imputação de autoria nos crimes cometidos em estruturas empresariais. *Revista de Direito Penal Econômico e Compliance*, São Paulo, v. 10, ano 3, p. 13-37, abr./jun. 2022.

¹⁹⁴ FRISCH, WOLFGANG. *Estudios sobre imputación objetiva*. Santiago: Legal Publishin, 2012. p. 17.

¹⁹⁵ SANTOS, DANIEL LEONHARDT DOS. BÜRGELE, LETÍCIA. Fundamentos e critérios da teoria da imputação objetiva do resultado à ação de Roxin. *Revista Jurídica Luso-Brasileira*, v. 1, p. 307-337, 2015.

instituição financeira, sua conduta não fomentou o risco pré-existente ao bem jurídico, antes, o limita, de modo que eventual dano não lhe será imputável como obra sua.

Há ainda de se distinguir as hipóteses de diminuição do risco das de substituição de um risco por outro. Havendo o início de um novo curso causal que ocupa o lugar do anterior, não opera a diminuição do risco, mas a criação de um risco autônomo. Ainda que o segundo seja menos ofensivo que o primeiro, não é possível excluir a imputação com fundamento na diminuição do risco¹⁹⁶. Normalmente resolvem-se esses casos a partir da teoria da justificação, no campo do estado de necessidade ou do consentimento presumido¹⁹⁷.

Se dada instituição financeira está passando por uma grave crise e seu gestor descobre que a contabilidade está falseando os balanços para conter os danos junto aos órgãos fiscalizatórios competentes — o que em tese pode configurar gestão fraudulenta —, mas resolve, ao invés de tomar as medidas cabíveis, praticar *insider trading* para promover a recuperação da instituição, o que há, na verdade, é a simples substituição de um risco por outro. Nesse caso específico, a conduta do agente é típica, podendo haver, no máximo, estado de necessidade exculpante¹⁹⁸.

3.2.2 Risco permitido

Ainda mais pertinente para o presente trabalho é a exclusão da imputação em razão do risco permitido pelo direito. Com o advento do capitalismo hodierno, houve uma significativa alteração da dinâmica social; junto às novas formas de exploração da riqueza surgiram novas fontes de risco, de modo que, em uma relação de proporcionalidade, “a produção social de riqueza é acompanhada sistematicamente pela produção social de riscos”¹⁹⁹.

Nessa conjuntura, alguns riscos são permitidos em decorrência de sua utilidade social²⁰⁰. Viana e Marteleto expõem que, em muitos casos, sobretudo nos crimes dolosos de lesão, a criação do risco proibido é autoevidente ou pouco relevante para a aferição de responsabilidade penal, como ocorre em relação ao homicídio ou lesão corporal dolosos; não obstante, isso não é tão claro em relação a perigos que envolvem o progresso e o desenvolvimento humanos²⁰¹.

¹⁹⁶ SANTOS, Daniel Leonhardt dos. BÜRGEL, Leticia. Op. Cit.

¹⁹⁷ VIANA, Eduardo. MARTELETO, Wagner. Op. Cit. p. 99.

¹⁹⁸ Sobre o estado de necessidade exculpante, Cf: REBOUÇAS, Sérgio. Op. Cit. p. 697.

¹⁹⁹ BECK, Ulrich. **Sociedade de risco: rumo a uma outra modernidade**. 2. Ed. São Paulo: Editora 34. p. 23.

²⁰⁰ ROXIN, Claus. Op. Cit.

²⁰¹ VIANA, Eduardo. MARTELETO, Wagner. Op. Cit. p. 80.

Tem-se inúmeros riscos atrelados a atividades essenciais, como exploração de recursos naturais, meios de transporte, construção civil, exercício da medicina etc.²⁰² Atos comuns, como atravessar uma via movimentada ou ainda trafegar em uma rodovia dirigindo um automóvel são, na essência da palavra, atividades de risco. E no escopo do mercado financeiro, a atividade de gestão, intermediação e aplicação de recursos de terceiros é também bastante arriscada²⁰³.

Dentro desse contexto, surge o debate dogmático sobre o risco permitido, sua natureza jurídica e suas hipóteses de aplicação. Para Frisch, o risco permitido é uma categoria ambígua, ora tida como excludente do tipo, ora tida como causa de justificação²⁰⁴. Sobre essa questão, tem-se compreendido que o exercício regular de um direito (onde se enquadraria o risco permitido) não possui natureza jurídica de justificante, mas de excludente de tipicidade, nos moldes propostos pela teoria da imputação objetiva²⁰⁵.

A literatura especializada aponta ainda uma visão de tipicidade conglobante, isto é, aquela que considera típica tão somente a conduta antinormativa, contrária ao direito. Desse modo, um contexto em que há o exercício regular de um direito²⁰⁶ não implica sequer tipicidade da conduta, visto que o ordenamento não pode autorizar e desautorizar a conduta simultaneamente²⁰⁷.

De todo modo, conforme expõe Frisch, existe uma quantidade considerável de condutas que, apesar de sua idoneidade para a produção de resultados típicos, são excluídas do campo de tipicidade por estarem na esfera dos riscos gerais da vida ou riscos usuais da vida social²⁰⁸. A grande questão, no entanto, é delimitar quando as condições para que esses riscos sejam lícitos são extrapoladas.

Neste ponto, cabe realizar algumas distinções fundamentais entre o risco permitido e outras categorias dogmáticas que podem a ele se sobrepor ou com ele se confundir, para, a partir das distinções, compreender o instituto em análise. O risco permitido não se confunde com adequação social, tampouco com excludentes de ilicitude (justificantes).

Na categoria do risco permitido estão apenas as condutas que, apesar de sua potencialidade para causar danos a um dado bem jurídico, *a priori*, não estão proibidas, pois

²⁰² CALLEGARI, André Luís; CANCIO MELIÁ, Manuel. Aproximação à teoria da imputação objetiva no direito penal. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 831, p. 463–482, jan. 2005.

²⁰³ MORAES, Jenifer. Op. Cit. pp. 48 e ss.

²⁰⁴ FRISCH, Wolfgang. **Estudios sobre imputación objetiva**. Santiago: Legal Publishin, 2012. p. 38.

²⁰⁵ VIANA, Eduardo. MARTELETO, Wagner. Op. Cit. p. 87.

²⁰⁶ Ou estrito cumprimento de um dever legal.

²⁰⁷ PEDROSO, Fernando de Almeida. Nexo causal, imputação objetiva e tipicidade conglobante. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 794, p. 462–485, dez. 2001.

²⁰⁸ FRISCH, Wolfgang. **Tipo penal e imputación objetiva**. Madrid: Colex, 1995. p. 97.

estão no âmbito da liberdade geral de atuação; por conseguinte, não entram nesse conceito as hipóteses em que a conduta é aprioristicamente proibida e, em razão de alguma circunstância excepcional, é tolerada, visto que tal cenário é próprio da teoria da justificação (leia-se, excludentes de ilicitude)²⁰⁹.

Nessa linha, Roxin e Greco explicam que, ao contrário das excludentes de ilicitude, o risco permitido constitui uma autorização genérica para a prática da conduta²¹⁰. Isto é, se para aplicação do estado de necessidade, v. g., deve ser analisado o caso concreto e a ponderação dos bens jurídicos em conflito, para a aplicação do risco permitido basta que haja subsunção da conduta às hipóteses em que o risco é autorizado.

Ademais, o risco permitido não se confunde com a adequação social da conduta. Uma conduta atípica por adequação social requer uma repetição de atos, uma *práxis* social de aceitação destes atos é uma opinião social progressiva de que esses atos estão compreendidos em um espaço de liberdade jurídica²¹¹. O risco permitido, por seu turno, não surge de uma opinião social, mas do direito público ou privado vigente²¹².

Enquanto o risco permitido é vinculado à própria imputação do tipo ao agente, a adequação social, cujo precursor foi Welzel, atua como ferramenta interpretativa vinculada ao desvalor da conduta típica²¹³. Para Prado e Carvalho, no risco permitido, a tipicidade objetiva sequer se perfaz, ao passo que na adequação social, há ausência de tipicidade, pois entende-se que a “atividade socialmente adequada não pode constituir o resultado descrito pelo tipo penal”²¹⁴.

A adequação social, sem embargo, sofre críticas por apresentar um critério demasiadamente vago, e aberto, não encontrando acolhida na doutrina e jurisprudência dominantes²¹⁵. O risco permitido, por outro lado, parece traçar critérios mais objetivos para a exclusão da relevância penal da conduta, corroborando com a unidade do ordenamento jurídico ao considerar *standards* normativos extrapenais.

Partindo dessas premissas, é possível afirmar que a definição do risco permitido é um

²⁰⁹ FRISCH, Wolfgang. Op. Cit. p. 42.

²¹⁰ ROXIN, Claus. GRECO, Luís. **Direito penal: parte geral. Fundamentos. A estrutura da teoria do crime**. 5. Ed. São Paulo: Marcial Pons, 2024. p. 608.

²¹¹ SILVA SANCHÉZ, Jesús-María. Op. Cit. p. 23.

²¹² SILVA SANCHÉZ, Jesús-María. Op. Cit. p. 24.

²¹³ MARTINELLI, João Paulo Orsini. Casa de prostituição: a adequação social e a moral pública. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 110, p. 457–472, set./out. 2014.

²¹⁴ PRADO, Luiz Régis; CARVALHO, Érika Mendes de. Adequação social e risco permitido: aspectos conceituais e delimitativos. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 844, p. 435–451, fev. 2006.

²¹⁵ SCANDELARI, Gustavo Britta. Adequação social como derrotabilidade no direito penal. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 149, p. 53–74, nov. 2018.

dado anterior a qualquer valoração de cunho dogmático-penal, de forma que o juízo criminal não pode, sozinho, definir as condutas permitidas e toleradas, pois as atividades de risco são reguladas por normas primárias pré-penais, que delimitam as circunstâncias em que aquele perigo é tolerado²¹⁶.

Numa perspectiva material, o critério que deve orientar a formulação de permissão do risco possui uma dimensão científico-experimental, englobando os efeitos de cada espécie de conduta, seus riscos empírico-sociais diretos e colaterais, a serem avaliados sob uma perspectiva multidisciplinar, ou seja, com auxílio da sociologia, economia, física, química, biologia etc.²¹⁷.

Uma vez obtidos dados empíricos, na tradição do *common law*, em muitos casos tem-se adotado a fórmula de *Hand* para aferir a permissibilidade do risco, entendendo-se, de modo efficientista, que a não adoção de medidas de precaução caracteriza risco proibido quando o custo dessas medidas é inferior ao dano esperado (probabilidade multiplicada pela magnitude do dano). Na versão ampliada da fórmula, sustenta-se ainda que um risco pode ser considerado razoável quando os custos esperados de sua permissão são inferiores aos benefícios sociais que dela decorrem.²¹⁸

A despeito da popularidade e influência desse critério, a aceitabilidade do risco não pode se reduzir a uma simples análise de custo-benefício como fórmula matemática, pois bens jurídicos pessoais possuem incomensurabilidade absoluta em seu núcleo essencial e relativa em relação a aspectos secundários²¹⁹. Desse modo, devem ser incorporados elementos qualitativos à análise²²⁰. A ponderação, nos moldes de Alexy, por exemplo, pode fornecer apontamentos importantes²²¹, bem como a teoria dos *standards* sociais de conduta.

Com efeito, tais questões devem ser levadas em consideração pelo legislador na atividade de produção de normas que autorizam os riscos permitidos. Outrossim, pelo judiciário na análise e aplicação das normas ao caso concreto, sobretudo no que diz respeito ao peso que se dá às normas advindas de uma atuação legiferante puramente consequencialista. As pretensões de expansão da iniciativa privada devem encontrar limites no núcleo imponderável de segurança das pessoas diretamente afetadas pelos riscos subjacentes à exploração de recursos

²¹⁶ FRISCH, Wolfgang. Op. Cit. p. 61.

²¹⁷ SILVA SANCHÉZ, Jesús-María. Op. Cit. p. 72.

²¹⁸ SILVA SANCHÉZ, Jesús-María. Op. Cit. p. 74.

²¹⁹ KEATING, Gregory. Principles of Risk Imposition and the Priority of Avoiding Harm. **Revus – Journal for Constitutional Theory and Philosophy of Law**, Ljubljana, v. 36, p. 7–29, 2018.

²²⁰ SILVA SANCHÉZ, Jesús-María. Op. Cit. p. 76.

²²¹ SILVA, Virgílio Afonso da. Op. Cit.

e ao desenvolvimento econômico.

Sob uma perspectiva formal, a autorização de riscos, em um cenário ideal, deve equivaler a um consentimento presumido dos potenciais ofendidos, obtido mediante ato normativo formal. Para tal, o processo de produção das normas que regulam a gestão de riscos deve respeitar os ditames democráticos de ampla participação da sociedade civil, transparência e amadurecimento do debate público a respeito de seus contornos e limites²²². Mas como será visto, o processo de produção dessas normas nem sempre se dá dessa maneira.

As normas que autorizam a prática de condutas arriscadas subdividem-se em normas jurídicas e normas extrajurídicas, também chamadas de normas de segurança²²³. Estas não criam tipos penais, mas dão suporte à interpretação de tipos penais já existentes, fornecendo subsídios para a sua interpretação e aplicação dos tipos penais. Destaca-se que também estão englobados atos infralegais e administrativos, emanados dos órgãos competentes conforme o arranjo constitucional e legal vigente.

As normas de segurança em específico regulamentam a exploração de dada atividade econômica e “dizem respeito aos limites de liberdade de atuação e gestão de riscos em atividades perigosas”²²⁴. Não obstante, caracterizam-se por receberem forte influência da indústria, havendo questionamentos quanto ao seu caráter democrático. Por vezes não há uma legítima ponderação de bens jurídicos, mas, antes, a prevalência de interesses econômicos em detrimento da segurança na gestão de riscos, razões pelas quais seu peso na análise do caso concreto é apenas relativo²²⁵.

Ademais, embora úteis para aferir que o risco extrapolou os limites do permitido, a violação das normas jurídicas extrapenais é apenas um indício de que o resultado pode ser imputado. Considerando a generalidade das normas, que nem sempre se coadunam com as situações da vida, seu cumprimento não necessariamente implica que o risco é permitido, tampouco o seu descumprimento implica que o risco não é tolerado²²⁶.

É mister destacar, ainda, que a não regulação, em certa medida, é uma fonte de permissão de riscos, visto que, no âmbito civil e no desenvolvimento da atividade privada, a legalidade opera por exclusão: o que não é proibido é permitido²²⁷. Dessa forma, onde não há regulação estatal, o cidadão, via de regra, é livre para explorar a atividade econômica, a despeito

²²² SILVA SANCHÉZ, Jesús-María. Op. Cit. p. 81.

²²³ GRECO, Luís. Op. Cit. p. 58.

²²⁴ VIANA, Eduardo. MARTELETO, Wagner. Op. Cit. p. 89.

²²⁵ GRECO, Luís. Op. Cit. p. 60.

²²⁶ GRECO, Luís. Op. Cit. p. 59.

²²⁷ SILVA SANCHÉZ, Jesús-María. Op. Cit. p. 33.

dos riscos subjacentes²²⁸. Mas, para tal, devem ser levados em consideração os *standards* mínimos de segurança relativos à atividade, sobretudo em cenários de *déficit* de regulação²²⁹, como ocorre, por exemplo, em relação à inteligência artificial.

Em relação à atividade econômica em sentido estrito, houve, no curso do século XX, uma transição do modelo de estado abstencionista para o modelo de estado regulador, visto que o Estado viu-se no dilema de regular a atividade dos agentes econômicos ou ser por eles dominado. O poder público, dessa forma, passou a desempenhar a chamada atividade regulatória, consistente em intervir na escolha de terceiros, convertendo a atividade privada em instrumento para a satisfação de interesses públicos²³⁰.

Em paralelo, no escopo da sociedade de riscos, a partir da década de 70, sob a influência do neoliberalismo, paulatinamente assuntos antes tidos como públicos foram transferidos para a gerência de particulares, havendo um incremento da intervenção penal como compensação²³¹. Dessa forma, há um cenário em que concomitantemente há uma maior atividade particular em atividades de risco, maior regulação e maior intervenção penal.

Se, como salienta Silva-Sanchez, no início da atividade industrial não havia regulamentação da atividade privada, pois se confiava na prudência do “bom pai de família” e do “bom comerciante”²³², esse modelo se mostrou insatisfatório diante da danosidade social de resultados advindos da exploração incontrolada da economia; a responsabilização *post factum* e condicionada à comprovação do nexo entre conduta e dano não pôs freios na sede por lucro a qualquer custo do incipiente capitalismo que vigia²³³.

Um exemplo da realização de riscos, advindos de uma gestão inconsequente da atividade privada, foi a quebra da bolsa de valores de Nova Iorque nos anos 30. Em que pese essa crise seja multifatorial, uma das principais causas foi a especulação desenfreada e a concessão de empréstimos para o financiamento de investimentos sem qualquer cautela ou garantia. Como visto, os efeitos nefastos da tomada de riscos sem qualquer normatização

²²⁸ AMARAL NETO, Francisco dos Santos. A liberdade de iniciativa econômica: fundamento, natureza e garantia constitucional. In: **Doutrinas essenciais: obrigações e contratos**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 1, p. 89–109.

²²⁹ VIANA, Eduardo. MARTELETO, Wagner. Op. Cit. p. 92.

²³⁰ SADDY, André. Incumbência da atividade administrativa regulatória. **Revista de Direito Administrativo e Infraestrutura**, São Paulo, v. 12, p. 253–275, jan./mar. 2020.

²³¹ MACHADO, Fábio Guedes de Paula; MOURA, Bruno. Perspectivas político-criminais e dogmáticas do direito penal no contexto da sociedade de riscos. **Revista de Ciências Penais**, São Paulo, v. 15, p. 357-393, jul./dez. 2011.

²³² SILVA SANCHÉZ, Jesús-María. Op. Cit. p. 34.

²³³ SILVA SANCHÉZ, Jesús-María. Op. Cit. p. 35.

atingiram a economia da época sistematicamente²³⁴.

É importante destacar, ainda, que no campo do direito penal econômico, mormente no âmbito dos crimes contra o sistema financeiro nacional, um vetor interpretativo importante é a questão do consentimento dos titulares do patrimônio. Tanto que, em legislações estrangeiras, pune-se a chamada infidelidade patrimonial, consistente em agressões conscientes ao patrimônio privado a partir de dentro, aproveitando-se de uma posição de especial acesso ao bem jurídico²³⁵.

Desse modo, no âmbito dos negócios empresariais de risco, duas balizas relevantes são: se o negócio seria feito observadas as balizas técnicas que regulam a atividade de uma perspectiva *ex ante* e se a decisão tomada pelo gestor se coaduna com a vontade dos donos do patrimônio utilizado nas operações, de modo que tem-se, para além da violação de normas extrapenais, a violação do dever de tutela do patrimônio de terceiros²³⁶.

A respeito do consentimento dos donos do patrimônio, é mister acrescentar que o gestor do patrimônio de terceiros atua como garante em relação aos riscos a serem tomados, sendo especialmente dotado do dever de lealdade e de informação. Dessa forma, ao empregar recursos de uma instituição financeira em um investimento com chances de perda total dos valores investidos, é dever do gestor comunicar aos investidores a respeito desse risco, sob pena de criação de um risco desaprovado²³⁷.

Sobre as balizas técnicas, existem inúmeras normativas que regulam a atividade econômica, especialmente a atividade das instituições financeiras, que, em decorrência do interesse público subjacente à sua atividade, devem observar normas prudenciais, de caráter legal, administrativo e internacional, que abordam diferentes tipos de risco adjacentes ao mercado de capitais²³⁸.

No nível das normas legais, as instituições financeiras sujeitam-se ao art. 192 da Constituição da República²³⁹, que dispõe que o sistema financeiro nacional é estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da

²³⁴ FERRARI FILHO, Fernando. DA SILVA, Gustavo Teixeira da. A crise financeira internacional e a Grande Depressão: semelhanças e diferenças. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, n. 32, p. 5-32, 2012.

²³⁵ RUIVO, Marcelo Almeida. Tutela penal do patrimônio administrado por terceiro no sistema financeiro: um breve comparativo da infidelidade alemã, portuguesa e italiana com a gestão fraudulenta brasileira. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 25, n. 127, p. 111-132, jan. 2017.

²³⁶ CARUSO, Tiago. Op. Cit. p. 423.

²³⁷ CARUSO, Tiago. Op. Cit. p. 440.

²³⁸ MORAES, Jenifer. Op. Cit. p. 100.

²³⁹ BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF: Senado Federal, 1988.

coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, devendo ser regulado por leis complementares, que podem dispor sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.

A partir do comando constitucional, as normas complementares que regulam a matéria assentaram ao menos três sistemas distintos, cada qual com um órgão normativo, um órgão de supervisão e instituições financeiras operadoras: o sistema de mercados monetário, de crédito, de câmbio e de capitais, sujeitos ao poder normativo do Conselho Monetário Nacional e sob supervisão do Banco Central, o mercado de seguros privados, sujeito ao poder normativo do Conselho Nacional de Seguros Privados e sob supervisão da Superintendência de Seguros Privados, e, por fim, o sistema de previdência complementar privada, sujeito ao poder normativo do Conselho Nacional de Previdência Complementar e sob supervisão da Superintendência Nacional de Previdência Complementar²⁴⁰.

Foge do escopo do presente trabalho apresentar uma lista exaustiva dos atos normativos que regulamentam a matéria, mas são pertinentes para este trabalho alguns atinentes à gestão de risco no desempenho das atividades de instituição financeira, como, por exemplo, a Resolução CMN n.º 4557/2017²⁴¹, que estrutura o gerenciamento de riscos e cria uma política formal para concessão de crédito, com vistas na avaliação de capacidade de pagamento do tomador, ou ainda a Resolução CMN n.º 2.682/1999²⁴², que classifica as operações por nível de risco.

A despeito dos órgãos regulatórios serem órgãos de natureza pública, distintos, por exemplo, da Associação Brasileira de Normas Técnicas, que considera o consenso do mercado privado e internacional para a formulação de suas normas de segurança, eles não estão isentos da influência do mercado.

Em sua gênese, o Conselho Monetário Nacional contava com um colegiado composto majoritariamente por representantes do setor privado, incapazes de abdicar de interesses particulares na tomada de decisões. Hoje, apesar de ser integrado por representantes de ministérios diversos, o Conselho lida com pressões externas e por vezes as políticas públicas

²⁴⁰ ALBUQUERQUE, Cândido. REBOUÇAS, Sérgio. Op. Cit. pp. 27, 29, 45 e 49.

²⁴¹ BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 4.557, de 23 de fevereiro de 2017. Dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos e a estrutura de gerenciamento de capital das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 24 fev. 2017.

²⁴² BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 2.682, de 21 de dezembro de 1999. Dispõe sobre critérios de classificação das operações de crédito e regras para constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 22 dez. 1999.

atendem aos interesses do mercado²⁴³.

É possível sustentar, ainda, que o colegiado composto por apenas três Ministros de Estado, indicados pelo Presidente da República, muitas vezes não atende ao critério de ampla participação da sociedade civil na construção das normativas técnicas e das soluções aplicáveis ao mercado financeiro.

Em suma, as normas técnicas são um parâmetro importante para a análise do risco permitido. Mas não é possível reduzir a questão ao atendimento das normas, pois fatores diversos devem ser levados em consideração na aferição do risco permitido ou proibido pelo direito.

No campo do risco permitido, é importante fazer menção, também, ao chamado princípio da confiança, segundo o qual “pode-se confiar em que os outros se comportaram conforme ao Direito, enquanto não existirem pontos de apoio concretos em sentido contrário, os quais não seriam de afirmar-se diante de uma aparência suspeita”²⁴⁴. Como será explorado em tempo oportuno, tal critério possui relevância na análise da criação de riscos em contextos em que há sistema de *compliance*.

3.3 A REALIZAÇÃO DO RISCO NO RESULTADO

Conforme a doutrina majoritária, o resultado naturalístico e, por consequência, a exigência de realização do risco no resultado somente é exigível em relação aos crimes de resultado de dano ou de perigo, sendo prescindível nos crimes de perigo abstrato²⁴⁵. Dessa forma, por sua natureza predominantemente normativa, distante dos casos de homicídio ou lesão corporal normalmente utilizados como exemplos na exposição da teoria da imputação objetiva, os delitos econômicos encontram dificuldades especiais em matéria de imputação de resultado típico²⁴⁶.

Não obstante, o art. 13 do Código Penal brasileiro, lido a partir de sua exposição de motivos, dá margem para que se interprete que o resultado ao qual a lei se refere não é o mero resultado naturalístico, entendido como a alteração substancial no mundo fenomênico causado

²⁴³ SADDI, Jairo. Estatização do Conselho Monetário Nacional. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 28, p. 368-374, abr./jun. 2005.

²⁴⁴ ROXIN, Claus. A teoria da imputação objetiva. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 38, p. 11-31, abr./jun. 2002.

²⁴⁵ RUIVO, Marcelo Almeida. O bem jurídico protegido no crime de lavagem de dinheiro. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 206, ano 33, p. 101-126, jan./fev. 2025.

²⁴⁶ FEIJÓO SÁNCHEZ, Bernardo. La imputación objetiva en el Derecho penal económico y empresarial. **Derecho Penal y Criminología**, Madrid, p. 95-132, 2005.

pela conduta típica²⁴⁷, mas igualmente a probabilidade de dano, compreendida como a possibilidade concreta mas não realizada que a conduta altere o mundo fenomênico²⁴⁸. Dessa forma, adotando-se uma concepção normativa da causalidade, é possível vislumbrar com mais facilidade o resultado nos crimes econômicos de modo geral.

A respeito da categoria, Viana e Marteleto lecionam que “um perigo proibido é imputável a alguém como obra sua quando a consequência produzida está concebida no perigo criado”²⁴⁹. Desenvolvendo o tema, Greco sustenta que o fundamento de tal exigência está na própria finalidade do direito penal, de modo que o desvalor do resultado, atribuído ao risco proibido quanto este se realiza naquele, confirma que a proibição tinha razão de ser²⁵⁰.

Nessa linha, parte-se do pressuposto de que a norma penal proíbe determinadas ações humanas com vistas a evitar que o resultado se dê conforme determinados cursos causais, vinculados a uma ação humana livre²⁵¹. Dessa forma, se o resultado não é a realização da conduta proibida, mas a realização de outro risco paralelo, o resultado não é imputável ao autor²⁵².

Roxin e Greco compreendem que faltará a realização do risco do resultado quando o resultado lesivo não for obra do autor, mas decorre do acaso. Isso ocorre, por exemplo, quando o agente se restringe ao campo da tentativa e, em decorrência de um novo curso causal, o resultado acabou se consumando²⁵³. É o que ocorre, por exemplo, se após uma tentativa de homicídio, a vítima vem à óbito enquanto está sendo transportada numa ambulância, em decorrência de um acidente de trânsito.

Nesse caso, diz-se que o resultado fático obtido não está no escopo de proteção da norma²⁵⁴. Noutros termos, ao tipificar o homicídio, o legislador não tinha por propósito impedir que o resultado se consumasse por meio de um desvio do curso causal iniciado pelo autor, de modo que a realização deste risco não se coaduna com o rol de cursos causais previstos pelo

²⁴⁷ BITENCOURT, Cezar Roberto. **Tratado de direito penal: parte geral - arts. 1º a 120 (vol. 1)**. 28. Ed. São Paulo: Saraiva, 2022. E-book.

²⁴⁸ D’AVILA, Fábio Roberto. Resultado, causalidade e imputação objetiva: velhos e novos olhares sobre o artigo 13 do Código Penal brasileiro. **Revista do Ministério Público do Rio Grande do Sul**, Porto Alegre, v. 1, n. 92, p. 149-170, fev. 2023.

²⁴⁹ VIANA, Eduardo. MARTELETO, Wagner. Op. Cit. p. 101.

²⁵⁰ GRECO, Luís. **Um panorama da teoria da imputação objetiva**. 4. Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais. p. 101.

²⁵¹ AMARAL, Rodrigo. Somente se proíbem condutas humanas: um estudo sobre a perspectiva ex ante e a imputação no direito penal. **Revista do Instituto de Ciências Penais**, v. 5, dez. 2019–maio 2020.

²⁵² GRECO, Luís. Op. Cir. p. 103.

²⁵³ ROXIN, Claus. GRECO, Luís. **Direito penal: parte geral. Fundamentos. A estrutura da teoria do crime**. 5. Ed. São Paulo: Marcial Pons, 2024.

²⁵⁴ ROCHA, Ronan de Oliveira. Op. Cit.

tipo.

A doutrina finalista normalmente classificava esses problemas como questões de dolo, e não de imputação, considerando que o resultado era um desvio de curso causal sem correspondência com o dolo geral do agente. Tal solução, entretanto, é insatisfatória e aparente, pois a verdadeira questão é se esse desvio de curso causal se coaduna com o risco criado pelo autor e com o fim de proteção da norma²⁵⁵, compreendido nos moldes expostos acima.

Com efeito, para Caruso, no âmbito do direito penal econômico, o elo que liga a realização do resultado típico à conduta do agente é a violação do dever de cuidado do gestor do patrimônio, de modo que é necessário averiguar se o resultado decorreu do acaso ou de má-sorte ou se é possível ligar a conduta negligente ao resultado diretamente²⁵⁶.

O nexo de causal nos moldes da teoria da *conditio sine qua non* é insuficiente nas hipóteses de realização do resultado pelo acaso, pois, a partir do critério da supressão hipotética, até mesmo nas hipóteses de realização de risco diverso daquele criado pelo agente, há, do ponto de vista naturalista, causalidade; isto é, embora o risco tenha se dado por razões incontroláveis, o agente o deu causa, de modo que, para que se exclua a imputação, a ótica deve ser normativa²⁵⁷.

Imagine-se que, agindo temerariamente, o gestor de uma determinada instituição financeira autorizou empréstimos a empresas recém constituídas sem a devida análise de riscos, sem garantias, em desacordo com a normativa aplicável, sem o cumprimento dos deveres de lealdade e informação, e desconsiderando as políticas internas de *compliance*, criando um considerável risco de dano ao bem jurídico protegido²⁵⁸.

Entretanto, antes que houvesse qualquer inadimplemento, em decorrência de um colapso geopolítico no setor em que as empresas recém criadas atuam, houve uma intervenção estatal extraordinária que provocou o congelamento de ativos e fez com que todas as empresas do ramo, antes solventes, adentrassem na inadimplência, gerando significativo prejuízo à instituição financeira. Ainda que o gestor tenha criado o risco, tal risco não se realizou no resultado e está fora do âmbito de proteção da norma.

Relevante, ademais, a hipótese da produção do resultado típico ainda que tenha se agido conforme o direito. Se, a despeito da adoção do dever de cuidado por parte do agente, o

²⁵⁵ ROXIN, Claus. A teoria da imputação objetiva. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 38, p. 11–31, abr./jun. 2002.

²⁵⁶ CARUSO, Tiago. Op. Cit. p. 441.

²⁵⁷ CALLEGARI, André Luís. A imputação objetiva no direito penal. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 764, p. 434–452, jun. 1999. DTR\1999\263.

²⁵⁸ Adiante, essa questão será devidamente aprofundada.

resultado ainda se consumaria de qualquer maneira, tal resultado não lhe é imputável, na medida em que não é a realização precisa do risco criado a partir da conduta proibida²⁵⁹.

Em síntese, o critério da realização do risco no resultado exclui da imputação nexos causais não englobados no âmbito de proteção da norma, entendidos como aqueles não derivados do risco típico criado pelo agente. No campo do direito penal econômico, a categoria é aplicável, embora continuem subsistindo algumas dificuldades práticas. Por exemplo, no delito de *insider trading*, como se calcula o papel da informação privilegiada na obtenção da vantagem econômica quando já existiam, por exemplo, rumores de mercado a respeito do destino do investimento?²⁶⁰

3.4 RESULTADOS PARCIAIS

Mais que uma teoria de imputação de resultados típicos, a teoria da imputação objetiva é uma ferramenta imprescindível para a aferição da tipicidade da conduta, constituindo, à luz de Frisch e outros autores, uma teoria geral da tipicidade, sendo perfeitamente aplicável aos crimes de perigo abstrato, cujo núcleo do tipo requer essencialmente a criação de um risco desaprovado.

Ademais, seus critérios fornecem ferramentas bastante úteis para a análise dos crimes econômicos, que não compõem um direito penal distinto, mas integram o direito penal comum, compartilhando de seus princípios, regras e guardando compatibilidade quanto às soluções jurídicas apresentadas, muito embora a aplicabilidade de algumas categorias demande certa adaptação.

O critério do risco permitido, em especial, contém um núcleo de postulados bastante úteis para a averiguação da hipótese deste trabalho, de que a imputação objetiva pode dar contornos claros ao problemático delito de gestão temerária de instituição financeira. Cabe, agora, verticalizar a questão, apresentando uma proposta de como o critério da criação do risco desaprovado e sua realização no resultado se aplicam ao delito objeto desta pesquisa.

4. O CRIME DE GESTÃO TEMERÁRIA À LUZ DA TEORIA DA IMPUTAÇÃO OBJETIVA

²⁵⁹ FRISCH, Wolfgang. Op. Cit. p. 22.

²⁶⁰ FEIJÓO SÁNCHEZ, Bernardo. Op. Cit.

Uma vez que se compreenda que o critério do risco não tolerado, para além de um requisito de imputação objetiva, enriquece a categoria da tipicidade²⁶¹, o presente capítulo tem como escopo abordar como a imputação objetiva pode fornecer parâmetros para a aplicação do vago delito de gestão temerária de instituição financeira, tanto a partir da definição do risco proibido quanto dos critérios de imputação do resultado.

Para essa finalidade, é mister repisar que o direito penal econômico não constitui um ramo dotado de autonomia científica e regime jurídico próprio²⁶², com institutos particulares, mas um campo de aplicação compartilhada dos princípios e regras do direito penal comum, a nível de garantias constitucionais e aplicação dos institutos dogmáticos atinentes²⁶³.

Ainda que existam algumas dificuldades práticas na aplicação dos institutos clássicos do direito penal ao direito penal econômico, decorrentes da diversidade de fontes²⁶⁴, distinção de natureza dos bens jurídicos e do contraste entre a autoria individual e a autoria corporativa²⁶⁵, o direito penal econômico é direito penal, e, portanto, é submetido aos princípios liberais e garantistas que o informam, embora possua, em decorrência de sua vinculação à política econômica, algumas características próprias, que, inclusive, influenciam e retroalimentam o direito penal geral²⁶⁶.

Portanto, não existem dúvidas quanto à aplicabilidade da teoria da imputação objetiva aos delitos econômicos²⁶⁷, de modo geral, e ao delito de gestão temerária, em particular; feitas as devidas adaptações, a riqueza dos critérios de imputação, de desvalor da ação e de desvalor do resultado, fornecem um aparato rico para compensar a falta de clareza do tipo legal.

4.1 O RISCO NÃO TOLERADO PELO DIREITO NO CRIME DE GESTÃO TEMERÁRIA DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA

²⁶¹ OLIVEIRA, Leonardo Marcel de; FERREIRA, Matheus; COLEN, Guilherme Coelho. IMPUTAÇÃO OBJETIVA E CAUSALIDADE: APROXIMAÇÃO ENTRE AS CIÊNCIAS SOCIAIS E O DIREITO. **Caderno de Relações Internacionais**, v. 10, n. 18, 2019. DOI: 10.22293/2179-1376.v10i18.1036

²⁶² Em sentido contrário: CAVALCANTI, Nicolau da Rocha. Compreensão e crítica do direito penal econômico: caminhos para um efetivo controle intelectual sobre a expansão penal. **Revista de Direito Penal Econômico e Compliance**, São Paulo, v. 11, p. 185-202, jul./set. 2022.

²⁶³ CARUSO, Tiago. Op. Cit. p. 432.

²⁶⁴ Ao passo que o direito penal comum bebe da tradição continental, muitos institutos de direito penal econômico tem inspiração na tradição jurídica do *common law*.

²⁶⁵ SOUZA, Luciano Anderson de. . In: SOUZA, Luciano Anderson de. ARAÚJO, Marinha Pinhão Coelho. **Direito penal econômico: parte geral e leis penais especiais**. 2. Ed. São Paulo: Thomson Reuters, 2022. Estágio atual do direito penal econômico e alternativas jurídicas. pp. 66-67.

²⁶⁶ ARAÚJO JÚNIOR, João Marcello de. O direito penal econômico. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 25, p. 142-156, jan./mar. 1999.

²⁶⁷ FEIJÓO SÁNCHEZ, Bernardo. Op. Cit.

A aplicação do critério da prognose póstuma objetiva à gestão temerária pressupõe a compreensão da relação entre risco e tomada de decisão nos negócios empresariais arriscados. Como já foi detalhado, o risco é inerente ao desenvolvimento da atividade econômica, sendo imprescindível para a expansão do capital²⁶⁸. Não se pode, contudo, confundir o cenário de risco com o cenário de incerteza.

Embora pensada para o contexto dos jogos de azar, a teoria econômica da decisão é amplamente utilizada na análise de negócios empresariais²⁶⁹, podendo fornecer parâmetros extrajurídicos para a interpretação dos critérios de criação do risco. Diante de cenários em que é chamado a decidir, um agente pode tomar três espécies de decisão: decisão informada, decisão sob incerteza e decisão de risco.

Compreende-se como decisão informada aquela em que o agente possui dados concretos para aferir as exatas consequências de sua escolha²⁷⁰. Na atividade das instituições financeiras, considerando a complexa rede de interações entre agentes diversos da economia²⁷¹, é improvável que ocorram decisões informadas. Ainda que dado cliente sempre tenha realizado o pagamento dos empréstimos tomados, existe a possibilidade de inadimplemento diante de uma crise no setor em que esse cliente atua, por exemplo.

A decisão sob incerteza, por sua vez, ocorre em contextos em que o agente não dispõe de dados suficientes para prever os resultados possíveis de suas condutas²⁷². A atuação sob incerteza é muito pertinente para a análise da gestão temerária, sob a perspectiva do risco permitido. Como será explorado adiante, as normativas aplicáveis às instituições financeiras traçam parâmetros para a classificação dos riscos com base em dados de mercado. Desse modo, não é possível, a priori, um cenário de absoluta incerteza.

A questão ficou mais complexa quando o agente tinha à sua disposição o ferramental para realizar a análise do risco, mas não o fez, causando prejuízo concreto à instituição financeira. Nesse caso, é possível sustentar, à luz da teoria da imputação objetiva, a criação de um risco proibido que se realiza no resultado, de modo que a responsabilização penal vai depender do elemento subjetivo do agente. Tratando-se de um crime doloso, a negligência

²⁶⁸ SILVA, Emanuel Theodoro Salloum. Gestão estratégica do risco legal: fundamentos inerentes à nova economia institucional e compliance. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 6, p. 293–316, nov./dez. 2014.

²⁶⁹ CARUSO, Tiago. Op. Cit. p. 375.

²⁷⁰ MAGALHÃES JÚNIOR, Danilo Brum de. Gerenciamento de risco, compliance e geração de valor: os compliance programs como ferramenta para mitigação de riscos reputacionais nas empresas. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 997, p. 575–594, nov. 2018.

²⁷¹ SILVA, Paulo Cezar da. Crimes contra o sistema financeiro nacional: uma análise crítica do art. 4.º e parágrafo único da Lei 7.492/86. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 848, p. 381–415, jun. 2006.

²⁷² CARUSO, Tiago. Op. Cit. p. 376.

(ignorar os dados) não é suficiente para a realização do tipo, de modo que deve ser constatado o dolo eventual para a responsabilização penal²⁷³.

Há, por fim, a decisão de risco, que se configura na hipótese de o agente ter à sua disposição dados que o possibilitem saber a probabilidade de que aconteça um determinado resultado ou outro(s)²⁷⁴. Veja-se que, ao contrário da decisão informada, nessa hipótese não há como saber qual resultado se concretizará com exatidão. Todavia, é possível saber os resultados possíveis e quais as chances de que ocorram.

A rigor, toda decisão tomada pelo gestor de instituição financeira na alocação de recursos de terceiros em investimentos implicará risco, isto é, probabilidade de sucesso ou fracasso. Aliás, existe uma relação de proporcionalidade direta entre a maior chance de que o aporte seja mal sucedido e o lucro esperado: quanto maior o risco de fracasso, maiores serão os lucros obtidos na hipótese de sucesso²⁷⁵.

A partir da prognose póstuma objetiva, assim, é possível vislumbrar que boa parte da atividade de uma instituição financeira é fonte de riscos *ex ante*, de modo que ganha especial relevância as demais categorias de imputação objetiva, especialmente os limites do risco permitido, que serão abordados adiante.

Assim, tomando por pressuposto a criação de riscos na atividade das instituições financeiras, os próximos tópicos abordarão as hipóteses em que o risco será tolerável considerando a posição sobre o bem jurídico protegido pela norma aqui adotada: primordialmente, a gestão temerária visa proteger o patrimônio dos investidores e, de modo reflexo, a higidez do sistema financeiro nacional

Não se pode perder de vista que os critérios de imputação objetiva são político-criminalmente orientados para a proteção de bens jurídicos²⁷⁶. Isto é, o referencial do risco e da realização do resultado é justamente a afetação do bem jurídico, visto que a função do direito penal é proteger os bens jurídicos imprescindíveis ao livre desenvolvimento social²⁷⁷.

²⁷³ PAULA, Áureo Natal de. Op. Cit. p. 143.

²⁷⁴ MAGALHÃES JÚNIOR, Danilo Brum de. Op. Cit.

²⁷⁵ PINHEIRO, Juliano Lima; OLIVEIRA, Virgínia Izabel de. Riscos financeiros. In: GALVÃO, Alexandre. OLIVEIRA, Virgínia Izabel de. FLEURIET, Michel et al. **Gestão de riscos no mercado financeiro**. São Paulo: Saraiva, 2018. E-book.

²⁷⁶ ROXIN, Claus. **Estudos de direito penal**. 2. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 70.

²⁷⁷ GRECO, Luís. Introdução à dogmática funcionalista do delito - em comemoração aos trinta anos de "Política Criminal e Sistema Jurídico-Penal" de Roxin. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 32, p. 120 e ss., out. 2000.

4.1.1 O risco permitido no crime de gestão temerária de instituição financeira

Inegavelmente a definição de risco permitido em relação ao delito de gestão temerária tem relação com a observância de normas técnicas que regulam a atividade do gestor de instituições financeiras, emanadas de fontes diversas, conforme configuração já mencionada. Desse modo, “somente o exame das normas que disciplinam a atuação dos agentes no mercado financeiro é que permitirá delimitar os limites de risco passíveis de serem assumidos e, portanto, os contornos da tipicidade objetiva”²⁷⁸ Não obstante, é necessário ponderar a influência dessas normas à luz dos critérios de imputação objetiva.

Apesar de não fazer referência à teoria da imputação objetiva, a jurisprudência considera a violação de normas extrapenais um fator relevante para a configuração do delito de gestão temerária. O Superior Tribunal de Justiça já decidiu que a configuração de gestão temerária pressupõe a violação de deveres extrapenais, fazendo referência ao art. 153 da Lei das Sociedades Anônimas²⁷⁹, contudo, sem maior aprofundamento²⁸⁰. O Supremo Tribunal Federal, por sua vez, já decidiu que a gestão temerária corresponde ao descumprimento de regras legais e regulamentares que regem o mercado financeiro; sem, contudo, citar nenhuma dessas normas legais e regulamentares²⁸¹.

Em sentido semelhante, o enunciado n.º 23 da I Jornada de Direito e Processo Penal do Conselho de Justiça Federal igualmente reconhece que a violação de regras e parâmetros objetivos sobre gerenciamento de riscos são requisitos do tipo penal de gestão temerária:

O crime de gestão temerária de instituição financeira exige a demonstração da violação das regras e parâmetros objetivos de gerenciamento de riscos e limites operacionais na administração, intermediação e aplicação de recursos de terceiros, instituídos pelas autoridades de regulação do sistema financeiro nacional²⁸².

²⁷⁸ PACIORNIK, Joel Ilan. Efeitos das decisões administrativas sobre o processo penal e das decisões penais sobre o processo administrativo sancionador. In: MADEIRA, Guilherme; BADARÓ, Gustavo; CRUZ, Rogério Schietti (coord.). **Código de Processo Penal**. v. 2. São Paulo: Thomson Reuters, 2022. E-book.

²⁷⁹ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial da União**: seção 1, suplemento, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 15 jan. 2026.

²⁸⁰ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (6. Turma). Recurso Especial n. 1.613.260/SP. Relatora: Ministra Maria Thereza de Assis Moura. Julgado em 9 ago. 2016. **Diário da Justiça eletrônico**, Brasília, DF, 24 ago. 2016.

²⁸¹ BRASIL. Supremo Tribunal Federal (2. Turma). Agravo Regimental no Recurso Extraordinário com Agravo n. 953.446/MG. Relator: Min. Dias Toffoli. Julgado em 29 jun. 2018. **Diário da Justiça eletrônico**, Brasília, DF, 24 ago. 2018.

²⁸² BRASIL. Conselho da Justiça Federal. Centro de Estudos Judiciários. **Enunciado n. 23**. I Jornada de Direito e Processo Penal, realizada de 10 a 14 de agosto de 2020.

Embora não seja de observância obrigatória²⁸³, o enunciado citado serve como parâmetro interpretativo para Justiça Federal como um todo, demonstrando a tendência interpretativa de vinculação do tipo ao descumprimento dos atos normativos que regulam a atividade de gestão de instituições financeiras no que é atinente ao gerenciamento de riscos.

Logo, a referência a aspectos normativos já existe²⁸⁴. Mas analisando cautelosamente os precedentes citados, é possível notar aspectos criticáveis do ponto de vista dogmático: o tratamento da matéria limita-se a considerar o descumprimento ou cumprimento das normativas técnicas como *ratio essendi* da gestão temerária, sem considerar que, à luz da teoria da imputação objetiva, esse fator é apenas de um indício de que o risco assumido extrapolou os limites legais (*ratio cognoscendi*)²⁸⁵. Noutros termos, há uma falsa equiparação entre a violação de normas técnicas e a violação dos limites do risco permitido²⁸⁶.

Com efeito, equiparar o mero descumprimento de normas administrativas à violação de um tipo penal o torna um mero regulamento, dissociando-o de sua função de proteção em face de graves e significativas violações do bem jurídico protegido²⁸⁷; outrossim, estabelece um cenário de flagrante violação do direito penal como *ultima ratio*, pois esse é chamado a sancionar condutas cuja sanção administrativa seria suficiente para inibir²⁸⁸.

Tal nivelamento da esfera penal ao nível da esfera administrativa é denominado “administrativização do direito penal”, e é rechaçado quando confrontado com o princípio da proporcionalidade. A pena corporal ao qual o agente que comete uma infração penal pode ser submetido é a espécie de sanção mais gravosa ao qual um cidadão pode ser sujeitado pelo Estado, de modo que, de maneira proporcional, somente pode ser aplicável diante de estandartes rigorosos²⁸⁹.

²⁸³ Os enunciados das Jornadas promovidas pelo Conselho da Justiça Federal não expressam o entendimento vinculante do órgão, sendo construções interpretativas compartilhadas em eventos acadêmicos sem força normativa obrigatória.

²⁸⁴ Existem outros julgados do Superior Tribunal de Justiça segundo os quais a violação a normas técnicas é inerente ao delito de gestão temerária, mas tratando de matéria de dosimetria de pena: [...] 3. Para o crime de gestão temerária, o desrespeito a regras da instituição financeira é inerente ao tipo penal. [...] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Agravo Regimental no Recurso Especial n. 1.579.289/RN**, Relator Ministro Joel Ilan Paciornik, Quinta Turma, julgado em 5 jun. 2018, DJe 13 jun. 2018.

²⁸⁵ GRECO, Luís. . **Um panorama da teoria da imputação objetiva**. 4. Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais. p. 59.

²⁸⁶ AMORIM, Maria Carolina de Melo; MELO, Filipe Oliveira de. *Gestão temerária e normas extrapenais. Delictae*, v. 6, n. 11, p. 291-313, 2021.

²⁸⁷ BITENCOURT, Cezar Roberto. **Tratado de direito penal: parte geral - arts. 1º a 120 (vol. 1)**. 28. Ed. São Paulo: Saraiva, 2022. E-book.

²⁸⁸ KNOPFHOLZ, Alexandre. Sociedade de riscos e poder de polícia: da administrativização do direito penal ao fortalecimento do direito administrativo sancionador. **Revista de Ciências Penais**, v. 15, p. 13-36, jul./dez. 2011.

²⁸⁹ ROXIN, Claus. Op. Cit. p. 32.

Ademais, a respeito do tema, Callegari adverte que dentro de um sistema normativo, é possível que apesar de não observar todas as normas de precaução existentes, o gestor recorra a outros mecanismos diversos dos legalmente ou usualmente requeridos, mas que garantam um nível de segurança próximo ou igual ao exigido, fazendo com que o risco não extrapole os limites do que é permitido²⁹⁰.

Imagine-se que o gestor, de dada instituição financeira, concede um empréstimo a uma empresa recém constituída sem observar integralmente as normas técnicas exigidas, todavia o faz condicionando o negócio a uma garantia real de valor superior ao montante aportado (o que inegavelmente garante um nível de segurança muito próximo ao exigido pelas normas técnicas). Nesse cenário, não é possível falar em criação de um risco proibido.

Se a violação de normas técnicas não implica, por si só, na proibição do risco, quais critérios devem ser levados em consideração para tal? Propõe-se, aqui, quatro critérios que, somados, devem ser levados em consideração pelo julgador: o consenso normativo baseado nos *standards* sociais de conduta, o consentimento dos titulares do patrimônio, a natureza das normas técnicas violadas e a intensidade da violação.

Registra-se que não se propõe aqui critérios fechados e absolutos, mas parâmetros interpretativos que podem ser levados em consideração na aferição do risco permitido. Não obstante, o principal fator a ser levado em consideração são as particularidades fáticas apresentadas em juízo à luz da afetação ao bem jurídico, o que demanda uma cuidadosa análise dos dados da realidade disponíveis ao julgador.

4.1.1.1 Os *standards* sociais de conduta

No capítulo anterior, destacou-se que a criação do risco desaprovado não pode ser uma mera análise quantitativa, matemática, mas deve levar em consideração fatores qualitativos²⁹¹. Esse referencial material para análise do risco, que incorpora não apenas os interesses de mercado mas também os das pessoas concretamente afetadas pelo risco desaprovado, é englobado pelos chamados *standards* sociais de conduta. Após uma breve delimitação, tal conceito será aplicado ao delito de gestão temerária.

Conforme sustenta Nuria Pastor Muñoz, o conteúdo do risco permitido deve ser determinado sobretudo a partir de critérios materiais que permitam concluir que determinado

²⁹⁰ CALLEGARI, André Luís. Gestão temerária e o risco permitido no direito penal. *Revista dos Tribunais*, v. 837, p. 409-416, jul. 2005.

²⁹¹ SILVA SANCHÉZ, Jesús-María. Op. Cit. p. 76.

modo de agir é socialmente correto²⁹². Esse critério é apontado por parcela da doutrina como o consenso formal que existe a respeito da aceitabilidade do risco; contudo, por vezes a visão majoritária vigente na sociedade é enviesada por interesses de mercado ou pela perspectiva exclusiva dos afetados pelo risco²⁹³.

Como visto, as próprias regras técnicas que regulam a atividade das instituições financeiras, por estarem sujeitas a pressões do mercado, podem não representar a exata cautela necessária diante da magnitude dos riscos²⁹⁴; em alguns casos, o anseio por lucro pode preponderar em detrimento da cautela e prudência necessárias ao bom desempenho da atividade econômica²⁹⁵.

Nessa conjuntura, a identificação dos *standards* sociais de conduta - compreendidos como convicções normativas a respeito da conduta correta em determinado setor de atividade²⁹⁶ - se dá por meio da racionalidade social calcada no consenso normativo, que tem por ponto de partida uma análise da aceitabilidade do risco sob a perspectiva do véu da ignorância, ou seja, de uma posição na qual não se sabe qual papel se irá assumir na dinâmica da realização do risco²⁹⁷.

Essa premissa contorna os problemas de legitimidade apontados por Silva Sanchez²⁹⁸, visto que considera tanto os interesses relativos à liberdade econômica dos agentes do sistema financeiro, como também o dos possíveis afetados pelos riscos criados na atividade de gestão das instituições financeiras. O véu da ignorância nivela a ponderação de interesses²⁹⁹.

A opinião normativa, nesse contexto, não é um mero aparato formal de consenso da maioria, como seria uma eleição majoritária, mas considera a opinião que os agentes envolvidos – o agente criador do risco e os agentes afetados pelo risco – “acaso fossem fiéis à racionalidade da sociedade em que vivem”³⁰⁰, de modo que se aceitaria os *standards* de risco qualquer que fosse a posição assumida (autor da conduta ou afetado pela conduta).

²⁹² MUÑOZ, Nuria Pastor. **Riesgo permitido y principio de legalidad: La remisión a los estándares sociales de conducta en la construcción de la norma jurídico-penal**. Barcelona: Atelier, 2019. p. 88.

²⁹³ MUÑOZ, Nuria Pastor. Op. Cit. p. 92.

²⁹⁴ CALLEGARI, André Luís. Op. Cit.

²⁹⁵ MENDONÇA, Helder Ferreira de; GALVÃO, Délio José Cordeiro; LOURES, Renato Falci Villela. Risco das instituições financeiras e o impacto sobre a atividade econômica: uma análise com dados em painel para o Brasil. **Pesquisa e Planejamento Econômico – PPE**, v. 41, n. 1, abr. 2011.

²⁹⁶ AMORIM, Maria Carolina de Melo; MELO, Filipe Oliveira de. Op. Cit.

²⁹⁷ MUÑOZ, Nuria Pastor. Op. Cit. p. 107.

²⁹⁸ SILVA SANCHEZ, Jesús-María. Op. Cit. p. 81.

²⁹⁹ BUENO, Roberto. Dos critérios de justiça em Dworkin e Rawls. **Revista de Direito Constitucional e Internacional**, v. 40, p. 171-182, jul./set. 2002.

³⁰⁰ MUÑOZ, Nuria Pastor. Op. Cit. p. 102.

No caso da gestão temerária de instituição financeira, essa racionalidade social considera três papéis cruciais: o do gestor, a quem incumbe decidir sobre aportes e investimentos, o titular do patrimônio, detentor do direito de informação e transparência, e o dos afetados por instabilidades no sistema financeiro nacional provocadas pelos riscos criados pelo gestor. Dessa forma, os *standards* de risco permitidos, mais do que uma mera observância de regras técnicas, devem ter por fundamento material um nível de probabilidade de dano tolerável da perspectiva de qualquer dessas três posições.

A título ilustrativo, é possível cogitar um contexto em que o gestor de uma dada instituição financeira realize significativos aportes em investimentos numa nova empresa de inteligência artificial, cujo êxito econômico dependa da futura expedição de autorizações governamentais de natureza macroeconômica ainda não concedidas. Mesmo inexistindo uma proibição específica para essa operação nesse exemplo hipotético, é possível questionar, à luz do véu da ignorância, se esse nível de exposição ao risco seria racionalmente aceitável por um agente que desconhecesse previamente se ocuparia a posição de interessado no retorno do investimento, de titular do patrimônio utilizado no aporte ou ainda de terceiro afetado por eventual instabilidade sistêmica.

Callegari adiciona à questão as práticas de mercado para aferição da permissibilidade do risco. Conforme expõe, “a questão não é a de verificação individual da conduta do gestor, mas, a consideração exigível dentro das regras do mercado financeiro”³⁰¹. Se determinado gestor renegocia dívidas herdadas de gestões anteriores num contexto em que normalmente essa é a conduta adotada pelo mercado, sua ação estaria encoberta pelo risco permitido. Desse modo, a práxis passa a ser um fator a ser levado em consideração na constatação da permissibilidade do risco.

4.1.1.2 O consentimento dos titulares do patrimônio

Adriano Teixeira e Alaor Leite, em importante estudo sobre o tema, enxergam semelhanças entre o delito de gestão temerária e o crime de *Untreue* ou infidelidade patrimonial, tipificado no § 266 do Código Penal Alemão³⁰², de modo que o conteúdo do injusto dos dois delitos comparados guardaria certa correspondência: o dever de tutela do patrimônio

³⁰¹ CALLEGARI, André Luís. Op. Cit.

³⁰² TEIXEIRA, Adriano. LEITE, Alaor. O principal delito econômico da moderna sociedade industrial: observações introdutórias sobre o crime de infidelidade patrimonial, **Revista do Instituto Brasileiro de Direito Penal Econômico**, n.1, 2017, p. 15-58. Cf.: FRAGOSO, Rodrigo Falk. Op. Cit. p. 123.

alheio³⁰³.

Com efeito, a gestão temerária não deixa de ser uma espécie de ataque consciente a partir de dentro³⁰⁴, em outros termos, uma conduta dolosa que aplica os recursos da instituição financeira de modo incompatível com os seus propósitos institucionais, no caso, de obtenção de lucro dentro dos limites necessários à preservação do patrimônio e das estruturas macroeconômicas do sistema financeiro nacional³⁰⁵.

Comentando o art. 154 da Lei das Sociedades Anônimas³⁰⁶, aplicável por analogia às instituições públicas e diretamente em relação às instituições privadas, Ana Frazão leciona que “os administradores exercem competências funcionais, motivo pelo qual apenas podem agir para atender aos interesses da pessoa jurídica, sendo-lhes vedado, em absoluto, agir em favor de si mesmos ou de terceiros”³⁰⁷.

Confirmando a semelhança, em um caso julgado pelo Tribunal Regional Federal da 5ª Região³⁰⁸, puniu-se a título de gestão fraudulenta/temerária a conduta dos gestores de dada instituição financeira que, em outros ordenamentos, seria punida a título de infidelidade patrimonial: a concessão de empréstimos em detrimento dos interesses da instituição bancária.

Nesse sentido, consoante estabelecido anteriormente, o consentimento dos titulares do patrimônio como critério atinente ao risco permitido é vinculado ao dever de lealdade e informação que o gestor da instituição financeira tem com os donos do patrimônio, desempenhando a função material de garante, com fundamento no art. 13, § 2º do Código Penal³⁰⁹.

³⁰³ FRAGOSO, Rodrigo Falk. Op. Cit. p. 124.

³⁰⁴ TEIXEIRA, Adriano. LEITE, Alaor. Op. Cit.

³⁰⁵ PEREIRA, Claudenir Brito. **O crime de gestão temerária de instituições financeiras e a aplicabilidade do parágrafo único do artigo 4º da Lei nº 7.492/86 às condutas com resultado econômico positivo**. 2021. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito Penal Econômico) – Instituto Brasiliense de Direito Público, Brasília, 2021.

³⁰⁶ BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações e dá outras providências (Consolidação). Diário Oficial da União: Brasília, DF, 15 dez. 1976.

³⁰⁷ FRAZÃO, Ana. Adstrição aos fins e ao interesse da companhia. In: FRAZÃO Ana. COELHO, Fábio Ulhoa. MENEZES, Maurício Moreira *et al.* **Lei das sociedades anônimas comentada**. 4. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2025. E-book.

³⁰⁸ “[...] Apelação interposta pelo particular, em pedido de restituição de coisas apreendidas, no qual buscava levantar o bloqueio de suas contas bancárias, bem como a indisponibilidade de seus bens, determinada nos autos de inquérito policial. Investigação que tem por fito a apuração da autoria e materialidade do delito do artigo 4º da Lei nº 7.429/1986, iniciada a partir de uma reportagem da revista Época, edição nº 868, de 26 de janeiro de 2015, que trouxe a lume suposto crime de gestão fraudulenta/temerária de instituição financeira, em razão de procedimento financeiro de troca de garantia em financiamento, no âmbito do Banco do Nordeste do Brasil – BNB, medida amplamente desfavorável à instituição financeira, em benefício de determinado grupo empresarial. BRASIL. Tribunal Regional Federal da 5ª Região. **Apelação Criminal n. 0808465-06.2018.4.05.8100**. Rel. Des. Fed. Paulo Roberto de Oliveira Lima. 2ª Turma. Julg. 13 set. 2022.

³⁰⁹ CARUSO, Tiago. Op. Cit. p. 440.

Dessa forma, é desnecessário que haja o consentimento expresso para cada operação financeira realizada, visto que a adoção de tal prática seria contraproducente: por vezes há expressivo volume de operações realizadas pela instituição financeira ao passo que os investidores normalmente também desempenham outras atividades, de tal forma que o procedimento de consulta para cada operação realizada inviabilizaria a atuação da instituição por excesso de burocracia³¹⁰. O relevante, no caso, é a informação global sobre o perfil da instituição e o perfil dos riscos por ela assumidos.

Nos termos da Resolução CMN n.º 4.949/2021, a relação entre instituições financeiras e seus clientes deve ser regida a partir do princípio da transparência³¹¹. Desse modo, o gestor não pode adotar uma política que faça com que o cliente tenha expectativas irreais em relação à instituição financeira, seja do ponto de vista do superdimensionamento do lucro ou do subdimensionamento dos riscos³¹².

Nesse sentido, ao alocar recursos para a intermediação de uma instituição financeira, o indivíduo deve ser conscientizado a respeito do perfil da instituição, do porte da instituição e da compatibilidade entre um e outro. Ou seja, se se trata de uma instituição cujos aportes são conservadores ou agressivos, bem como a sua capacidade de absorver eventuais prejuízos advindos dos riscos assumidos, o que se relaciona diretamente ao seu tamanho³¹³.

Embora seja inviável uma decisão absolutamente informada, nos moldes descritos outrora, o cliente da instituição financeira deve compreender o dimensionamento dos riscos que está assumindo ao investir seu patrimônio em uma ou outra instituição financeira, sobretudo a respeito da relação risco-retorno. Somente assim é possível que se tenha um cenário de consentimento³¹⁴.

Na outra via, o gestor da instituição financeira deve atuar em correspondência com aquilo que foi informado ao cliente, sob pena de violar o consentimento presumido que obtém ao cumprir seu papel de lealdade e informação³¹⁵. Ou seja, decorre do dever de tutela a necessidade de coerência entre as expectativas do cliente informado e as efetivas condutas

³¹⁰ Princípios de governança corporativa recomendam que mecanismos de controle sejam aplicados de forma proporcional, evitando exigências que comprometam a eficiência operacional das instituições. A título de comparação, Cf.: OECD. **G20/OECD Principles of Corporate Governance**. Paris: OECD Publishing, 2015.

³¹¹ CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução nº 4.949, de 30 de setembro de 2021**. Dispõe sobre princípios e procedimentos no relacionamento com clientes e usuários. Brasília: Banco Central do Brasil, 2021.

³¹² ALVES, Carlos André de Melo; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. Análise do nível de divulgação do risco operacional segundo recomendações do Comitê da Basileia: estudo em bancos do país e do exterior. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 2, p. 57-86, 2009.

³¹³ ALVES, Carlos André de Melo; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. Op. Cit.

³¹⁴ ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 14. Ed. São Paulo: Atlas, 2021. E-book.

³¹⁵ CARUSO, Tiago. Op. Cit. p. 344.

tomadas na gestão da instituição.

O gestor de uma instituição financeira que informa ao cliente um perfil conservador não pode, em sua gestão, alterar o perfil da instituição sem informar isso ao cliente, pois, nesse caso, haveria violação de seu dever de lealdade e informação, o que implicaria a assunção de riscos não tolerados, com flagrante violação do art. 154 da Lei das Sociedades Anônimas.

Outra situação relevante é quando o cliente da instituição financeira limita-se a realizar uma única operação, como é o caso da tomada de empréstimo. Nessa hipótese, em contrapartida à avaliação de risco que o gestor da instituição financeira deve fazer, há o dever legal de informação a respeito do custo efetivo total da operação, nos termos da Resolução CMN n.º 4.881/2020³¹⁶. O custo total informa ao cliente o real valor a ser despendido na operação realizada, considerando todos os encargos, sem omissões.

Observados esses parâmetros, vislumbra-se o consentimento dos proprietários. Cabe registrar que esse consentimento não pode se confundir com uma autorização para todo e qualquer risco, visto que, para além do patrimônio da instituição financeira (e, por consequência, de seus titulares), tutela-se também a higidez do sistema financeiro nacional; a ausência de consentimento, por outro lado, atrelada aos outros critérios até aqui delimitados, é um dos indicativos de que o risco extrapolou os limites do que é permitido.

4.1.1.3 A natureza das normas técnicas violadas e a intensidade da violação

É necessário considerar, ademais, a natureza das normas técnicas violadas. O mercado financeiro é amplamente regulado, e os atos normativos fixados pelos órgãos competentes tratam de matérias diversas, como, por exemplo, normas sobre avaliação da qualidade do atendimento³¹⁷ ou ainda sobre política de segurança cibernética³¹⁸. Nesse emaranhado de normas, é preciso distinguir aquelas que dizem respeito à proteção do patrimônio e do sistema financeiro nacional, daquelas que são meramente acessórias, pois somente as primeiras

³¹⁶ CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução nº 4.881, de 23 de dezembro de 2020**. Dispõe sobre o cálculo e a informação do custo efetivo total nas operações de crédito e de arrendamento mercantil financeiro. Brasília: Banco Central do Brasil, 2020.

³¹⁷ BRASIL. Banco Central do Brasil. **Instrução Normativa BCB n.º 265, de 31 de março de 2022**. Dispõe sobre a avaliação direta da qualidade do atendimento prestado pelo componente organizacional de ouvidoria a clientes e usuários e sobre a remessa dessas informações ao Banco Central do Brasil. Diário Oficial da União: seção 1, 1 abr. 2022.

³¹⁸ BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução CMN nº 4.893, de 26 de fevereiro de 2021**. Dispõe sobre a política de segurança cibernética e sobre os requisitos para a contratação de serviços de processamento e armazenamento de dados e de computação em nuvem a serem observados pelas instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 26 fev. 2021.

fundamentam o dever de tutela do patrimônio alheio³¹⁹.

A estruturação do sistema financeiro nacional em seu primeiro sistema normativo ocorre por meio da Lei n.º 4.595/1964³²⁰, que, apesar de não tratar de normas prudenciais, em seu art. 3º estabelece alguns princípios básicos que orientam a atividade dos órgãos normativos: a estabilidade da moeda, o desenvolvimento equilibrado e a solidez das instituições financeiras.

Nesse sentido, a lei citada estabelece como autoridade normativa das instituições financeiras do primeiro subsistema o Conselho Monetário Nacional, que, baseado nesses parâmetros, deve zelar pela finalidade constitucional de promover o desenvolvimento equilibrado do país servindo aos interesses da coletividade³²¹.

Fazer uma exposição de todas as normativas aplicáveis às instituições financeiras seria inviável no recorte deste trabalho. Nesse sentido, será realizada a análise de algumas das principais normativas que podem ser levadas em consideração pelo julgador; no caso concreto, porém, é necessário identificar as normas atinentes e que dizem respeito à proteção do patrimônio e à higidez do sistema financeiro nacional³²², vinculadas ao subsistema normativo da instituição financeira.

A Resolução CMN n.º 4.557/2017³²³ é a mais significativa norma de análise de riscos no âmbito das instituições financeiras do subsistema sujeito ao poder normativo do Conselho Monetário Nacional. Ela dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos e a estrutura de gerenciamento de capital das instituições financeiras, estabelecendo algumas das principais normas prudenciais em matéria de aportes e investimentos financeiros, com vistas a garantir que o risco assumido seja identificado, mensurado, controlado e compatível com o capital disponível³²⁴.

O panorama desenhado pela resolução é o de governança prudencial. O risco não é analisado de modo isolado ou descontextualizado, mas em conformidade com a espécie de instituição financeira e com as restrições regulatórias, distinguindo-se o risco “bom”, aquele

³¹⁹ CARUSO, Tiago. Op. Cit. p. 423.

³²⁰ BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1964.

³²¹ FONSECA, Rodrigo Garcia da. Regulação do Sistema Financeiro Nacional. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 7, n. 24, p. 92-122, abr./jun. 2004.

³²² CARUSO, Tiago. Op. Cit. p. 422.

³²³ CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução nº 4.557, de 23 de fevereiro de 2017**. Dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos e a estrutura de gerenciamento de capital. Brasília: Banco Central do Brasil, 2017.

³²⁴ GOULART, Clayton Peixoto. PINHEIRO, Juliano Lima. Risco operacional. In: GALVÃO, Alexandre. OLIVEIRA, Virgínia Izabel de. FLEURIET, Michel et al. **Gestão de riscos no mercado financeiro**. São Paulo: Saraiva, 2018. E-book.

que é compatível com as diretrizes assumidas pela instituição financeira e com os padrões das normas regulatórias, do risco ruim, que é autodestrutivo³²⁵.

O primeiro passo da gestão integrada de riscos é a definição do “apetite de risco” da instituição financeira³²⁶. Este pode ser baixo, com foco na solvência dos passivos e na construção de reputação, observando limites conservadores e visando o crescimento gradual; médio, buscando um equilíbrio entre o risco e o retorno, com tolerância moderada a volatilidade; ou alto, quando se tolera maiores perdas, em busca de um maior retorno nos aportes e investimentos³²⁷.

A definição por apetites por risco, não obstante, não é arbitrária, mas deve ser compatível com o capital disponível à instituição. Diante de capitais mais modestos, a instituição financeira tende a adotar um perfil de baixo apetite por riscos, ao passo que, se o capital disponível for maior, podem ser adotadas posturas de maior exposição relativa ao risco, embora estejam sujeitas a uma normativa mais rigorosa de gestão de riscos caso sejam de importância sistêmica³²⁸.

Uma vez definido e declarado o apetite por riscos, a estrutura de gerenciamento de riscos deve identificar, mensurar, avaliar, monitorar, reportar, controlar e mitigar o risco de crédito, o risco de mercado, o risco de variação das taxas de juros, o risco operacional, o risco de liquidez, o risco social, o risco ambiental, o risco climático, o risco país e o risco de transferência e os demais riscos relevantes, segundo critérios definidos pela instituição (art. 6º).

O risco de crédito consiste no não cumprimento pela contraparte de obrigações pactuadas, desvalorização ou redução de remunerações esperadas em um instrumento financeiro em decorrência da deterioração da capacidade creditícia da outra parte, bem como o risco de custos com operações de recuperação de créditos (art. 25). Em síntese, é o risco de inadimplência, de degradação do crédito e das garantias³²⁹.

Entende-se por risco de mercado a possibilidade de ocorrência de perdas resultantes da flutuação nos valores de mercado de instrumentos devidos pela instituição (art. 25). Conforme expõe a literatura especializada, o mercado é dinâmico e sensível, de modo que qualquer alteração econômica ou na expectativa dos agentes especuladores pode provocar

³²⁵ STULZ, René. Governance, risk management, and risk-taking in banks. **NBER Working Paper**, n. 20274, 2014.

³²⁶ ASSAF NETO, Alexandre. Op. Cit.

³²⁷ GOULART, Clayton Peixoto. PINHEIRO, Juliano Lima. Op. Cit.

³²⁸ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. **ABNT NBR ISO 31000:2018 – Gestão de riscos: diretrizes**. Rio de Janeiro: ABNT, 2018.

³²⁹ OLIVEIRA, Virgínia Izabel de. PINHEIRO, Juliano Lima. Op. Cit.

alterações em seu funcionamento³³⁰.

O risco de juros é o risco atual ou prospectivo de movimentos adversos na taxa de juros (art. 28). Entende-se que essa taxa é a SELIC, que regula a política macroeconômica do mercado. Quanto maior a incerteza em relação à inflação, maior a possibilidade de aumento da taxa básica de juros, e, por conseguinte, maiores os custos operacionais de cada transação³³¹.

O risco operacional envolve o “colapso de controles internos e do domínio corporativo”³³², amortizado por meio da adoção de políticas de *compliance*. O risco de liquidez corresponde ao risco de a própria instituição financeira não dispor de recursos para honrar seus próprios compromissos de curto prazo, ainda que disponha de outros ativos³³³.

Como visto, existe uma grande variedade de riscos intrínsecos à atividade das gestões financeiras. Para além de identificar os eventuais riscos que podem ocorrer no curso de determinada operação, o gestor da instituição financeira deve submeter as possibilidades de aportes a programas de estresse, entendidos como conjunto coordenado de processos e rotinas, dotados de metodologias, documentação e governança próprias, com o objetivo de identificar potenciais vulnerabilidades na condução da instituição³³⁴ (art. 11).

É mister considerar que os testes de estresse consideram o segmento da instituição financeira, isto é, o seu porte (art. 2º). Instituições financeiras com mais capital possuem uma maior capacidade de absorção dos riscos, sobretudo se os valores investidos não representarem um montante significativo do capital total do empreendimento³³⁵. O Banco Central classifica as instituições financeiras autorizadas em cinco segmentos, do S1, que implica instituições de importância sistêmica, ao S5, que são instituições de pequeno porte ou perfil simples³³⁶.

Ganha relevo, também, a Resolução CMN n.º 4.966/2021³³⁷, que dispõe sobre critérios contábeis aplicáveis a instrumentos financeiros. Os artigos 40 e 41 da normativa estabelecem a necessidade de cálculo da perda esperada nas operações financeiras. Conforme disposto, esse cálculo leva em consideração duas variáveis, a probabilidade de inadimplência e o valor

³³⁰ OLIVEIRA, Virgínia Izabel de. PINHEIRO, Juliano Lima. Op. Cit.

³³¹ OLIVEIRA, Virgínia Izabel de. PINHEIRO, Juliano Lima. Op. Cit.

³³² OLIVEIRA, Virgínia Izabel de. PINHEIRO, Juliano Lima. Op. Cit.

³³³ OLIVEIRA, Virgínia Izabel de. MICHEL, Fleuriet. In: GALVÃO, Alexandre. OLIVEIRA, Virgínia Izabel de. FLEURIET, Michel et al. **Gestão de riscos no mercado financeiro**. São Paulo: Saraiva, 2018. E-book.

³³⁴ ASSAF NETO, Alexandre. Op. Cit.

³³⁵ As instituições financeiras de importância sistêmica possuem um regramento mais rigoroso de gestão de riscos em decorrência de seu papel no sistema financeiro nacional. A “quebra” de uma instituição desse porte pode resultar em resultados negativos em cadeia, desestabilizando a economia.

³³⁶ ASSAF NETO, Alexandre. Op. Cit.

³³⁷ CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução nº 4.966, de 25 de novembro de 2021**. Dispõe sobre critérios contábeis aplicáveis a instrumentos financeiros. Brasília: Banco Central do Brasil, 2021.

recuperável, e deve ser realizado em todas as operações realizadas pela instituição financeira.

A probabilidade de inadimplência é calculada considerando o prazo da operação, o cenário econômico presente e futuro e as garantias oferecidas pelo tomador do crédito. Já o valor recuperável considera os custos da cobrança, a liquidez das garantias, o histórico de recuperação, o valor presente das garantias e o cenário econômico futuro. A partir desses critérios, realiza-se uma estimativa a partir de dados internos e externos³³⁸.

Modula-se, ainda, o nível de sofisticação dos modelos estatísticos utilizados com fundamento no porte das instituições financeiras. Instituições financeiras maiores, que, por consequência, poderão ter uma maior exposição relativa a riscos, terão o ônus de adotarem um modelo estatístico mais criterioso, que englobe mais variáveis, ao passo que instituições financeiras de menor porte podem adotar modelos mais simples³³⁹.

A despeito da violação dessa sistemática, por si só, não implicar a criação de um risco proibido, a normativa citada traça alguns parâmetros objetivos que devem ser levados em consideração na análise, inclusive, satisfazendo a necessidade de se considerar os dados concretos da realidade na aferição do risco a partir de uma perspectiva multidisciplinar, da qual tratou Silva Sánchez³⁴⁰.

Ademais, a partir do referencial dessas e outras normas prudenciais, a análise deixa de ser genérica e admite a valoração da conduta a partir de parâmetros relevantes normalmente não citados pelos julgadores, como o porte da instituição, as espécies de risco assumidos, a compatibilidade dos riscos com o “apetite por riscos” declarado e sua congruência com a importância sistêmica da instituição³⁴¹. Esses fatores não são relevantes somente para a tipicidade, mas também para a própria modulação da pena em caso de condenação.

Um gestor de instituição financeira que aporta quantia ínfima em instituição de grande porte, observando os riscos pertinentes à operação a partir de análises probabilísticas sofisticadas, não coloca em risco o patrimônio dos titulares, tampouco a higidez da instituição, de modo que não é possível qualificar sua conduta como temerária. Por outro lado, o gestor de instituição de pequeno porte, cuja declaração de apetite a risco seja conservadora, que aporta

³³⁸ GOULART, Clayton Peixoto. PINHEIRO, Juliano Lima. Op. Cit.

³³⁹ BRITO, Giovani Antonio Silva; ASSAF NETO, Alexandre. Modelo de classificação de risco de crédito de empresas. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 19, n. 46, p. 51-63, 2008.

³⁴⁰ SILVA SANCHÉZ, Jesús-María. Op. Cit. p. 72.

³⁴¹ Há, no caso, uma dificuldade prática decorrente da falta de expertise dos juízes para operar esses conceitos. Uma alternativa é contar com peritos auxiliares da justiça, com domínio técnico sobre mercado financeiro, contabilidade, administração e áreas afins. Cada vez mais, o direito deve se apoiar em dados concretos da realidade para a tomada de decisões, consoante leciona Roxin em sua obra de referência. Cf.: ROXIN, Claus. **Política criminal e sistema jurídico-penal**. Rio de Janeiro: Renovar, 2000. p. 46.

quantias significativas em negócios arriscados sem qualquer análise probabilística e de forma incompatível com o porte e a natureza da instituição financeira, pode estar agindo temerariamente.

Importante o registro de que cada espécie de negócio jurídico realizado no mercado financeiro terá uma regulação própria, a variar, inclusive, conforme o subsistema normativo ao qual o ato praticado pelo gestor é vinculado³⁴². Aportes relativos à fundos previdenciários, por exemplo, terão normativas particulares, embora alguns princípios gerais sejam compartilhados.

Não obstante, não basta qualquer lesão a essas ou outras normas para que o risco enquadre-se no campo do proibido. É necessário que o desrespeito às normas prudenciais seja significativo³⁴³. Isto é, não se trata de uma análise puramente formalista. Antes, deve-se considerar a intensidade com a qual o agente violou as normativas aplicáveis, a partir do critério da ofensividade e proporcionalidade³⁴⁴.

Para Falk Fragoso, é possível qualificar a lesão às normas a partir de dois critérios. Um formal, no sentido de considerar apenas os grosseiros erros procedimentais. Nesse sentido, o gestor que cumpre o seu dever é aquele que é racional, que adota formalmente os procedimentos necessários para tomar uma decisão bem informada. Como oposição a essa procedimentalização, no entanto, tem-se que uma decisão mal informada não necessariamente será temerária³⁴⁵.

Uma perspectiva material, por outro lado, considera que a grave violação das normas técnicas está na racionalidade da decisão. É necessário apurar se o gestor violador da norma técnica baseou-se em um critério racionalmente defensável e coerente com o consentimento de seus clientes durante o processo decisório, de uma perspectiva *ex ante*, visto que o mercado financeiro é dotado de imprevisibilidade³⁴⁶.

Compreende-se por escolha racional aquela que aloca os recursos escassos disponíveis de modo a melhor adequá-los às suas necessidades³⁴⁷. No mercado financeiro, racional será a escolha que equilibrará a probabilidade de obtenção do lucro com as precauções mínimas de segurança, ajustadas ao apetite por lucro, porte e perfil da instituição financeira³⁴⁸.

³⁴² FALK FRAGOSO, Rodrigo. Op. Cit. p. 135.

³⁴³ CARUSO, Tiago. Op. Cit. p. 435.

³⁴⁴ MORAES, Jenifer. Op. Cit. pp. 110 e ss.

³⁴⁵ FALK FRAGOSO, Rodrigo. Op. Cit. p. 131.

³⁴⁶ FALK FRAGOSO, Rodrigo. Op. Cit. p. 132.

³⁴⁷ SANTOS, Yago Aparecido Oliveira. O comportamento das partes nos contratos empresariais: da teoria da escolha racional às contribuições da economia comportamental. **Revista de Análise Econômica do Direito**, v. 2, Jul. - Dez. 2021

³⁴⁸ ASSAF NETO, Alexandre. Op. Cit.

4.1.2 Diminuição do risco no crime de gestão temerária de instituição financeira

Na gestão temerária, dois fatores devem ser levados em consideração para aferir a diminuição do risco, tomando como parâmetro o crime de infidelidade patrimonial: princípio do saldo geral e contrariedade ao consentimento dos titulares do patrimônio³⁴⁹. O princípio do saldo geral pode excluir a imputação na hipótese de o patrimônio final ser superior ao patrimônio inicial. O consentimento dos titulares do patrimônio já foi desenvolvido em tópico *supra*.

O saldo geral, no entanto, será apenas um fator, visto que é possível que um conjunto de operações com saldo positivo configurem a criação do risco juridicamente proibido³⁵⁰, o que, adotando-se a corrente de que se trata de crime de perigo, que se consuma com a exposição dos bens jurídicos ao risco, já é suficiente para a realização do tipo.

Para a aplicação do instituto, será necessário precisar a fonte do risco. A exclusão da imputação se dá nas hipóteses em que o risco é oriundo de fontes externas³⁵¹, uma vez que, para a exclusão da imputação de um risco gerado pelo próprio agente, seria necessário a anulação do risco, como dispõe o art. 15 do Código Penal, ou ainda outra causa de exclusão da tipicidade ou de justificação/exculpação.

As hipóteses de diminuição de risco são relevantes para a gestão temerária sobretudo nas hipóteses de crise ou insolvência da instituição. No campo do direito penal econômico, não é incomum que em cenários de instabilidade econômico-financeira, exclua-se a culpabilidade com fundamento na inexigibilidade de conduta adversa, com fundamento no chamado estado de necessidade exculpante³⁵². A aplicação da teoria da imputação objetiva, no entanto, possibilita dar outra abordagem a esses casos.

Por sua importância sistemática, vinculada ao interesse público de manutenção da higidez do sistema financeiro nacional, as instituições financeiras são submetidas a um regime próprio de insolvência. Ao invés do processo falimentar comum, são submetidas a um processo de intervenção, no qual a autoridade supervisora nomeia um interventor para atuar na reestruturação dos procedimentos, com o objetivo de satisfazer as obrigações da instituição e

³⁴⁹ FALK FRAGOSO, Rodrigo. Op. Cit. p. 133.

³⁵⁰ PEREIRA, Claudemir Brito. Op. Cit.

³⁵¹ CARUSO, Tiago. Op. Cit. p. 339.

³⁵² REBOUÇAS, Sérgio. Op. Cit. p. 238.

restabelecer sua liquidez³⁵³.

Uma questão controvertida nesse cenário é se o gestor de uma instituição financeira em crise econômico-financeira pode e deve assumir riscos maiores visando a superação da instabilidade. É preciso considerar que, nessas situações, as normas prudenciais aplicáveis não recomendam uma adoção de uma postura mais agressiva em relação aos riscos, mas uma redução dos riscos³⁵⁴. Sem embargo, é concebível que, dentro de parâmetros próximos aos exigidos pelas normas prudenciais, o aumento pontual e equilibrado do risco se enquadre na hipótese de diminuição do risco global das operações.

O que não se pode fazer, nessa hipótese, é confundir a tomada de alguns riscos mais elevados para maximizar as chances de reestruturação da instituição financeira com tentativas desesperadas de evitar a intervenção. O segundo caso corresponde precisamente a espécie de risco proibido que a tipificação da gestão temerária visa prevenir³⁵⁵.

Outro ponto importante na definição da diminuição do risco é a tomada de ações diante de riscos externos à instituição financeira, como ocorre quando ocorrem catástrofes ou crises financeiras internacionais³⁵⁶. Nesse cenário, as condutas do agente que assumem um nível maior de riscos podem reduzir a probabilidade de dano ao qual estava sujeito o bem jurídico.

É possível conceber alguns exemplos de diminuição do risco. Imagine que um determinado gestor de instituição financeira concedeu um empréstimo a uma empresa do ramo agrícola. Em decorrência de uma forte e imprevisível estiagem, a empresa passou a correr risco de falência, de modo que solicitou à mesma instituição financeira um segundo empréstimo, demonstrando que, com o novo aporte, haveria possibilidade de recuperação.

Considerando o caso de uma perspectiva *ex ante*, ainda que seja arriscado conceder empréstimo a uma empresa com risco de falência, se o gestor da instituição financeira conceder o empréstimo, dentro de valores razoáveis, estará na verdade mitigando o risco de inadimplência, e sua conduta, por conseguinte, se enquadrará na hipótese de diminuição do risco, não havendo como imputar-lhe o resultado lesivo³⁵⁷.

³⁵³ KOURY, Felipe Frota de Almeida. Aplicação dos regimes especiais de insolvência às instituições financeiras. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 85, p. 243-263, jul./set. 2019.

³⁵⁴ BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 4.502, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o plano de recuperação de instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Diário Oficial da União: Brasília, 1 jul. 2016.

³⁵⁵ CALLEGARI, André Luís. Op. Cit.

³⁵⁶ FALK FRAGOSO, Rodrigo. Op. Cit. p. 135.

³⁵⁷ CARUSO, Tiago. Op. Cit. p. 338.

4.1.3 Compliance e princípio da confiança no crime de gestão temerária de instituição financeira

Compliance consiste na aplicação de técnicas de governança e transparência para conformação da atividade empresarial à normativa vigente, guiadas pelo paradigma da transparência³⁵⁸. Embora não tenham finalidade estritamente penal, noutros termos, não visem primordialmente a apuração de crimes, os resultados das políticas de *compliance* são muito utilizados para definição de autoria e materialidade no escopo da criminalidade empresarial³⁵⁹.

Uma característica dos sistemas de *compliance* é o contexto de “autorregulação regulada”³⁶⁰. Isto é, a despeito de uma normatização inicial, ante a ausência de um tratamento pormenorizado da matéria, os próprios particulares suprem as lacunas legislativas com o fim de possibilitar a aplicabilidade prática de programas de prevenção³⁶¹.

No âmbito das instituições financeiras sujeitas ao primeiro subsistema normativo, o *criminal compliance* encontra disciplina na Resolução CMN n.º 4.595/2017³⁶², que estabelece normas relativas à política de conformidade (*compliance*) que instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil devem adotar.

A normativa assegura que as instituições financeiras implementem mecanismo de controle e adequação de procedimentos internos por meio de um setor de *compliance*, com ênfase na gestão de riscos e na conformidade, ou seja, o atendimento a todas as regras legais e regulatórias aplicáveis. Exige-se, dessa forma, que no bojo das instituições financeiras exista um setor autônomo e independente de *compliance*³⁶³, que revise os procedimentos e assegure que as operações são compatíveis com as normas prudenciais atinentes.

Nessa conjuntura, a criação do risco não permitido em contexto de longas cadeias decisórias submetidas ao sistema de *compliance* fica sujeita a uma análise sob a perspectiva do

³⁵⁸ TAVARES, Débora Santos. Riscos da atividade empresarial: considerações sobre a postura colaborativa de empresas no processo penal. In: ROCHA Fernando Antônio Nogueira Galvão da. **Estudos de compliance criminal**. Porto Alegre: Editora Fi, 2020. p. 10.

³⁵⁹ FUZIGER, Rodrigo. Metalinguagem e compliance: por um delineamento dos limites de imputação penal dos compliance officers. **Boletim Revista dos Tribunais Online**, São Paulo, vol. 27, maio. 2022.

³⁶⁰ REBOUÇAS, Sérgio. Licitude e validade da prova penal nas investigações empresariais internas. **Revista Brasileira de Direito Processual Penal**, Porto Alegre, v. 9, n. 2, maio/ago. 2023.

³⁶¹ SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. SAAD-DINIZ, Eduardo. **Compliance, direito penal e lei anticorrupção**. São Paulo: Saraiva, 2015.

³⁶² BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 4.595, de 28 de agosto de 2017**. Dispõe sobre a política de conformidade (compliance) das instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 29 ago. 2017.

³⁶³ Sobre a necessidade de autonomia e independência, Cf.: MENDES, Francisco Schertel. CARVALHO, Vinicius Marques de. **Compliance: concorrência e combate à corrupção**. São Paulo: Trevisan, 2017. Ebook.

princípio da confiança. Exceto em casos de flagrante temeridade, aquele que realiza o aporte com confirmação de pares, mormente num cenário em que a decisão é recomendada pelo setor de *compliance*, pode confiar que sua atuação está se dando em conformidade com o direito.

Isso não implica que o *criminal compliance* exclui a imputação automaticamente, embora seja um dentre outros fatores relevantes para a aferição da tipicidade objetiva. Nunca um único critério conseguirá abarcar todos os nuances relativos ao risco permitido no delito de gestão temerária. Mas a sua conjugação é uma ferramenta eficaz à disposição do julgador para o enfrentamento do problema.

4.2 A REALIZAÇÃO DO RISCO NO RESULTADO NO CRIME DE GESTÃO TEMERÁRIA DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA

Como visto, a doutrina tradicional compreende o delito de gestão temerária como um delito de perigo (abstrato ou concreto)³⁶⁴. Não obstante, a posição adotada neste trabalho é que a gestão temerária somente se configura mediante efetivo prejuízo à instituição financeira, considerando para tanto o bem jurídico tutelado, no caso, o patrimônio dos investidores e a higidez do sistema financeiro nacional; se o objeto do delito é o patrimônio da instituição financeira, o resultado lesivo deve ter natureza patrimonial³⁶⁵.

Ademais, para além de todos os motivos já expostos em tópico próprio, a concepção do delito de gestão temerária como um delito de perigo tende a criar aberturas para que o agente responda por meros erros de gestão sem relevância jurídico-penal³⁶⁶. A interpretação de que se trata de crime de perigo concreto amortiza a situação, mas igualmente dá margem para que a intervenção penal ocorra em hipóteses de suficiência da via administrativa.

Outrossim, rechaça-se aqui a vinculação do resultado lesivo ao processo de

³⁶⁴ BALTAZAR JÚNIOR, José Paulo. Op. Cit. p. 641.

³⁶⁵ Não obstante, na linha de que se trata de um crime de perigo, a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça entende que o prejuízo significativo à instituição financeira fundamenta a exasperação da pena base no vetor “consequências do crime. Vide: [...] 5. O prejuízo expressivo constitui fundamento idôneo ao desvalor das consequências do delito, sobretudo se se considerar que o crime do parágrafo único do art. 4º, da Lei 7.492/86, não exige, para a sua consumação, qualquer resultado naturalístico, bastando o agir voluntário em desacordo com as regras da administração da instituição financeira [...]. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Habeas Corpus n. 317.330/SP**, Relator Ministro Nefi Cordeiro, Sexta Turma, julgado em 15 dez. 2016, DJe 3 fev. 2017. [...] 3. A conduta qualificada pelo descaso ao patrimônio da instituição financeira, com risco, inclusive, de “quebra” do banco é elemento que desborda o normal do delito de gestão temerária, apto, portanto, à elevação da pena-base. [...]. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Habeas Corpus n. 317.330/SP**, Relator Ministro Nefi Cordeiro, Sexta Turma, julgado em 15 dez. 2016, DJe 3 fev. 2017.

³⁶⁶ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Op. Cit.

intervenção na instituição financeira, como defendido por parcela da doutrina³⁶⁷. Se a concepção do delito como crime de perigo abstrato antecipa demais a tutela penal, a vinculação da responsabilização penal à decretação de intervenção na instituição financeira tarda demais em intervir penalmente, gerando uma proteção deficiente ao bem juridicamente tutelado pela norma. O ideal, portanto, é a exigência de efetivo prejuízo financeiro para que o delito se consuma.

Há, no entanto, uma dificuldade prática relevante para a constatação do prejuízo financeiro que realiza o risco proibido pelo tipo penal. Numa gestão de longo prazo, eventuais prejuízos significativos podem se diluir caso haja lucros decorrentes da mesma conduta³⁶⁸. Em outras palavras, um aporte que inicialmente deu um prejuízo gritante pode, no futuro, passar a dar lucro. Assim, existe o risco de o gestor condenado por atos de gestão temerária tenha, a longo prazo, dado lucro para a instituição financeira; paradoxalmente, o agente responderá por ações que reforçaram o bem jurídico.

Para oferecer uma possibilidade de tratamento a essa questão, deve-se partir do que se entende por dano patrimonial ou prejuízo. Como forma de traçar alguns parâmetros, é relevante considerar como outros tipos penais aplicam a elementar “prejuízo”. Interpretando “em prejuízo alheio”, do delito de estelionato (art. 171 do Código Penal), a doutrina aponta-o como “dano patrimonial, economicamente apreciável, o qual pode se dar pela diminuição ou falta de aumento”³⁶⁹, ou ainda como “dano economicamente apreciável”³⁷⁰. Entretanto, tal conceito pouco tem a oferecer para a questão apontada acima.

Tratando do delito de infidelidade patrimonial, Nuria Pastor Muñoz traça algumas considerações que podem ser compartilhadas com os casos de gestão temerária, vistas as semelhanças existentes entre os dois tipos penais quanto ao dever de tutela do patrimônio, já exploradas em tópico próprio.

Deve-se ter em conta, para a análise do prejuízo suportado pela instituição financeira, uma perspectiva geral do patrimônio, isto é, o patrimônio na gestão temerária não é um objeto em específico como é comum nos delitos patrimoniais contra a pessoa, como o furto, roubo ou o próprio estelionato, mas a totalidade dos ativos da instituição financeira em um determinado

³⁶⁷ BITENCOURT, Cezar Roberto. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais**. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 2022. E-book.

³⁶⁸ FALK FRAGOSO, Rodrigo. Op. Cit. p. 136.

³⁶⁹ SOUSA, Luciano Anderson. **Direito penal: parte especial. Vol. 3**. 3. Ed. São Paulo: Thomson Reuters, 2021. E-book.

³⁷⁰ BITENCOURT, Cezar Roberto. **Tratado de direito penal: parte especial - vol. 3**. 21. Ed. São Paulo: Saraiva, 2024. E-book.

período³⁷¹.

Tal concepção, inclusive, é a mais coerente a partir da interpretação de que a gestão temerária não é um crime habitual impróprio, mas próprio, pois não se tem em vista os resultados de um único ato de gestão, mas do “conjunto da obra”, considerando todo o patrimônio da instituição financeira. Analisando o patrimônio como um todo, se reduz o risco de criminalizar atos pontuais de gestão.

É necessário, porém, refinar os conceitos. O patrimônio não é uma realidade ontológica, isto é, não é um elemento meramente descritivo que corresponde a uma realidade fática, senão é, na verdade, um elemento do tipo que remete ao sistema financeiro, que, por sua vez, o define a partir de valorações, de modo que um conceito fático de patrimônio é ilusório. O patrimônio possui, dessa forma, uma concepção normativa³⁷².

Por essa razão, mais do que uma determinada quantia em moeda corrente armazenada, o patrimônio é um emaranhado de relações jurídicas³⁷³. Não à toa se incorporam a ele bens imateriais, como o direito de crédito disponível em face de terceiros, o valor estimado das propriedades, dentre outros. Tais bens, incorpóreos, têm o seu valor atrelado à concepção que o mercado tem deles. Essa, inclusive, é a base da atividade de especulação; investe-se em dada ação na expectativa de que a concepção de mercado sobre a empresa melhore e, como fruto disso, o lucro obtido supere o valor investido na operação³⁷⁴.

Nesse sentido, o efetivo prejuízo suportado deve considerar não apenas o valor quantificável que se deixou de receber ou se perdeu, mas deve ser incorporado ao cálculo a prognose de possível rendimento dos aportes, entendida como a avaliação probabilística a respeito das chances de um aporte mal sucedido conseguir a curto, médio ou a longo prazo passar a dar lucro³⁷⁵.

O momento de averiguação do prejuízo, portanto, será aquele em que o risco é realizado - quando advém o significativo prejuízo à instituição financeira, compreendendo, na hipótese, a probabilidade de reversão do prejuízo ao menos a médio prazo. Do contrário, seria possível alegar de modo *ad hoc* a reversibilidade do resultado lesivo com vistas a se eximir da responsabilização penal em todo e qualquer caso de gestão temerária.

³⁷¹ MUÑOZ, Nuria Pastor. La construcción del perjuicio en el delito de administración desleal: a la vez, una reflexión sobre la naturaleza y las premisas del concepto jurídico-penal de patrimonio y sobre sus raíces históricas en la dogmática de la estafa. **InDret – Revista para el Análisis del Derecho**, Barcelona, n. 4, out. 2016.

³⁷² MUÑOZ, Nuria Pastor. Op. Cit.

³⁷³ GONÇALVES, Thatiane Rabelo. A compreensão de patrimônio à luz das novas relações jurídicas da sociedade contemporânea. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, v. 103, p. 17–33, jan./fev. 2020.

³⁷⁴ ASSAF NETO, Alexandre. Op. Cit.

³⁷⁵ MUÑOZ, Nuria Pastor. Op. Cit.

Incorpora-se ao prejuízo típico, igualmente, a proteção de legítimas expectativas a respeito de valores a receber³⁷⁶, como é o caso de pagamentos pendentes de empréstimos. Dessa forma, na hipótese de criação de risco proibido mediante concessão de crédito, a inadimplência do tomador configura a realização do risco.

Como assentado alhures, para que haja a realização do risco no resultado, consistente no prejuízo financeiro, à luz do que já foi exposto, é necessário como premissa que o risco realizado seja precisamente o risco proibido pelo ordenamento jurídico³⁷⁷, definível a partir dos critérios sugeridos no tópico anterior.

É necessário, igualmente, ter em vistas na aferição do resultado o chamado âmbito de proteção da norma³⁷⁸. Não se pode olvidar que o prejuízo financeiro suportado pela instituição pode não ser advindo do risco juridicamente proibido criado pelo autor, mas sim a realização de riscos paralelos, desvinculados de sua atuação.

Ainda que o gestor de dada instituição financeira realiza aportes arriscados desconsiderando as normas prudenciais relativas à proteção do patrimônio de modo significativo, ignorando os *standards* sociais de conduta, o consentimento dos titulares do patrimônio, criando, assim, um risco não permitido, se abruptamente o mercado passar por uma crise sistêmica que cause prejuízos semelhantes à instituição financeira tanto em relação aos aportes considerados temerários quanto em relação àqueles que observaram as diretrizes, não pode haver a imputação do resultado. Trata-se de uma situação na qual o comportamento alternativo conforme ao direito não teria sido suficiente para realizar o resultado lesivo, excluindo-se, dessa forma, a imputação³⁷⁹.

Para a aplicação dessa hipótese, é preciso ter como foco a equivalência de resultados entre os aportes realizados nos limites do risco permitido e os aportes realizados de modo temerário. Somente se os resultados se equivalerem é possível sustentar a exclusão da imputação; do contrário, apesar da existência de fatores externos, o resultado pode ser vinculado ao fomento do risco criado pelo autor da conduta.

Portanto, a realização do risco no resultado, na gestão temerária, deve tomar como ponto de partida a concepção normativa de patrimônio, incorporando ao cálculo total do prejuízo a prognose a respeito das chances de reversibilidade do resultado lesivo. Igualmente,

³⁷⁶ MUÑOZ, Nuria Pastor. Op. Cit.

³⁷⁷ MUÑOZ, Nuria Pastor. Op. Cit.

³⁷⁸ GRECO, Luís. **Um panorama da teoria da imputação objetiva**. 4. Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais. p. 101.

³⁷⁹ CALLEGARI, André Luís. Op. Cit.

deve-se averiguar se o resultado alcançado corresponde precisamente ao risco criado pelo autor ou se é a realização de outro risco paralelo.

5 CONCLUSÃO

O caminho percorrido para apurar se a teoria da imputação objetiva pode traçar parâmetros úteis para a aplicação do crime de gestão temerária permitiram alcançar algumas conclusões:

1. O delito de gestão temerária de instituição financeira é um crime material e habitual próprio, tomando como referência os bens juridicamente protegidos – patrimônio da instituição financeira e, apenas de modo mediato, a higidez do sistema financeiro nacional -, bem como o conteúdo da elementar “gestão”. Não obstante, a doutrina majoritária o tem interpretado como crime de perigo concreto.

2. De modo geral, a jurisprudência é vacilante na aplicação da gestão temerária. De modo acrítico, entende-se que o mero descumprimento de normas técnicas é suficiente para a configuração do delito, de modo que há uma sobreposição entre as esferas penal e administrativa, em violação ao princípio da intervenção mínima, em sua face de subsidiariedade.

3. A teoria da imputação objetiva, pensada inicialmente para a imputação de resultados naturalísticos, pode ser concebida como uma teoria geral da tipicidade, sendo relevante tanto para os crimes materiais ou de resultado, quanto para os crimes de perigo.

4. Em Claus Roxin, o fundamento da imputação objetiva é a teoria do bem jurídico, que é o referencial teórico para a aplicação dos critérios de imputação objetiva: criação de um risco juridicamente proibido e realização do risco no resultado.

5. Em Wolfgang Frisch, o fundamento da imputação objetiva é o desrespeito às normas de conduta, cujo conteúdo corresponde à proteção do bem juridicamente protegido pela norma.

6. Avalia-se a criação de um risco a partir do critério da prognose póstuma objetiva, considerando a previsibilidade de um resultado a partir de um observador prudente ou considerando os conhecimentos especiais do autor.

7. À luz dos critérios de imputação objetiva (criação de um risco não tolerado pelo direito e realização do risco no resultado), exclui-se a imputação em hipóteses de diminuição do risco, permissão do risco, princípio da confiança e realização do risco pelo acaso.

8. Quase todos os aportes realizados no âmbito de instituições financeiras criam riscos, não devendo se confundir as decisões sob risco com as decisões sob incerteza.

9. Considerando a existência de aparatos para a aferição dos níveis de risco, as decisões sob incerteza devem ser avaliadas em conformidade com o elemento subjetivo do agente; caso tenha agido de modo negligente, a conduta é atípica, caso tenha agido com dolo eventual, há tipicidade.

10. São critérios para avaliar a permissibilidade do risco no delito de gestão temerária de instituição financeira: os *standards* sociais de conduta, o consentimento dos titulares do patrimônio, a violação de normas prudenciais, considerando a natureza das normas violadas e a intensidade da violação.

11. Os *standards* sociais de conduta estão calcados na racionalidade social e levam o intérprete a considerar a permissibilidade do risco a partir do véu da ignorância.

12. O consentimento dos titulares do patrimônio considera o dever de lealdade e informação por parte do gestor da instituição financeira, de modo que há consentimento quando os donos do patrimônio estão cientificados do porte da instituição, de seu apetite por riscos e da alta ou baixa probabilidade de êxito nos aportes.

13. Considerando que o delito de gestão temerária também protege a higidez do sistema financeiro nacional, o consentimento dos titulares do patrimônio não é suficiente para, por si só, permitir o risco.

14. No que diz respeito à violação de normas prudenciais, é importante aferir se as normas violadas dizem respeito à proteção do patrimônio ou se são normas laterais do sistema financeiro nacional, bem como a intensidade da violação tendo em conta o aspecto material, isto é, a racionalidade da decisão.

15. Deve-se levar em conta, outrossim, a existência de um sistema de *compliance* para aferição de incidência ou não do princípio da confiança.

16. Tratando o delito de gestão temerária como de perigo concreto, esses requisitos são suficientes para a configuração típica. Não obstante, tratando-o como resultado, é necessário averiguar o significativo dano patrimonial, a partir do saldo geral, à semelhança do que ocorre com o delito de infidelidade patrimonial em outros ordenamentos.

17. Deve-se aferir o efetivo prejuízo a partir do momento em que o resultado se realiza, considerando, no cálculo, a prognose sobre a reversibilidade do dano.

Tais balizas não são critérios absolutos, mas fornecem um aparato ao julgador para que ateste, no caso concreto, o que é e o que não é temerário. Portanto, a partir da imputação

objetiva, o tipo penal, ainda que vago, ganha densidade material suficiente para que sua aplicação respeite aos ditames mínimos de taxatividade.

REFERÊNCIAS

- ALBUQUERQUE, Cândido. REBOUÇAS, Sérgio. **Crimes contra o sistema financeiro nacional: comentários à Lei 7.492/1986 e à Lei 6.385/1976**. São Paulo: Tirant Lo Blanch, 2022.
- ALVES, Carlos André de Melo; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. Análise do nível de divulgação do risco operacional segundo recomendações do Comitê da Basiléia: estudo em bancos do país e do exterior. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 2, p. 57-86, 2009.
- AMARAL NETO, Francisco dos Santos. A liberdade de iniciativa econômica: fundamento, natureza e garantia constitucional. In: **Doutrinas essenciais: obrigações e contratos**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 1, p. 89–109.
- AMARAL, Rodrigo. Prognose do risco e previsibilidade do resultado: uma análise a partir do julgado no AgRg-REsp 1.094.758. **Revista do Instituto de Ciências Penais**, Belo Horizonte, v. 8, n. 2, p. 275–298, 2023. DOI: 10.46274/1809-192XRICP2023v8n2p275-298.
- AMORIM, Maria Carolina de Melo; MELO, Filipe Oliveira de. Gestão temerária e normas extrapenais. **Delictae**, v. 6, n. 11, p. 291-313, 2021.
- ARAS, Vladimir. Os aspectos penais da Lei Brasileira dos Criptoativos. **Revista do Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro**, Rio de Janeiro, n. 88, p. 267-300, abr./jun. 2023.
- ARAÚJO JÚNIOR, João Marcello de. O direito penal econômico. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 25, p. 142–156, jan./mar. 1999.
- ARAÚJO, Marina Pinhão Coelho. Crimes contra o sistema financeiro nacional. In: SOUZA, Luciano Anderson de. ARAÚJO, Marinha Pinhão Coelho. **Direito penal econômico: parte geral e leis penais especiais**. 2. Ed. São Paulo: Thomson Reuters, 2022.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 14. Ed. São Paulo: Atlas, 2021
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. **ABNT NBR ISO 31000:2018 – Gestão de riscos: diretrizes**. Rio de Janeiro: ABNT, 2018.
- BALTAZAR JÚNIOR, José Paulo. **Crimes Federais**. 11. Ed. São Paulo: Saraiva, 2017.
- BARROSO, Luís Roberto. **O Controle de Constitucionalidade no Direito Brasileiro**. 9. Ed. São Paulo: Saraiva, 2022
- BATISTA, Nilo. **Introdução crítica ao direito penal**. 11. Ed. Rio de Janeiro: Revan, 2007.
- BECK, Ulrich. **Sociedade de risco: rumo a uma outra modernidade**. 2. Ed. São Paulo: Editora 34.
- BITENCOURT, Cezar Roberto. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais**. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 2022.

BITENCOURT, Cezar Roberto. **Tratado de direito penal: parte geral - arts. 1º a 120 (vol. 1)**. 28. Ed. São Paulo: Saraiva, 2022

BOTTINI, Pierpaolo Cruz. **Crimes de perigo abstrato**. 4. Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019.

BRANDÃO, Cláudio. Tipicidade e interpretação no direito penal. **Seqüência**: estudos jurídicos e políticos, Florianópolis, n. 68, p. 59–89, jun. 2014. DOI: 10.5007/2177-7055.2013v35n68p59.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Instrução Normativa BCB n.º 265, de 31 de março de 2022**. Dispõe sobre a avaliação direta da qualidade do atendimento prestado pelo componente organizacional de ouvidoria a clientes e usuários e sobre a remessa dessas informações ao Banco Central do Brasil. Diário Oficial da União: seção 1, 1 abr. 2022.

BRASIL. Conselho da Justiça Federal. Centro de Estudos Judiciários. **Enunciado n. 23**. I Jornada de Direito e Processo Penal, realizada de 10 a 14 de agosto de 2020.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução CMN n.º 4.893, de 26 de fevereiro de 2021**. Dispõe sobre a política de segurança cibernética e sobre os requisitos para a contratação de serviços de processamento e armazenamento de dados e de computação em nuvem a serem observados pelas instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 26 fev. 2021.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução n.º 2.682, de 21 de dezembro de 1999**. Dispõe sobre critérios de classificação das operações de crédito e regras para constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 22 dez. 1999.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução n.º 4.502, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o plano de recuperação de instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Diário Oficial da União: Brasília, 1 jul. 2016.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução n.º 4.557, de 23 de fevereiro de 2017**. Dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos e a estrutura de gerenciamento de capital das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 24 fev. 2017.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução n.º 4.595, de 28 de agosto de 2017**. Dispõe sobre a política de conformidade (compliance) das instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 29 ago. 2017.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF: Senado Federal, 1988.

BRASIL. **Lei n.º 14.478, de 21 de dezembro de 2022**. Dispõe sobre diretrizes a serem observadas na prestação de serviços de ativos virtuais e na regulamentação das prestadoras de

serviços de ativos virtuais; e altera as Leis nº 7.492, de 16 de junho de 1986, e nº 9.613, de 3 de março de 1998. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 22 dez. 2022.

BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.** Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1964.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 9 dez. 1976.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial da União:** seção 1, suplemento, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 15 jan. 2026.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações e dá outras providências (Consolidação). Diário Oficial da União: Brasília, DF, 15 dez. 1976.

BRASIL. **Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986.** Define os crimes contra o sistema financeiro nacional e dá outras providências. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 18 jun. 1986.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (6. Turma). Recurso Especial n. 1.613.260/SP. Relatora: Ministra Maria Thereza de Assis Moura. Julgado em 9 ago. 2016. **Diário da Justiça eletrônico**, Brasília, DF, 24 ago. 2016.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial nº 2.691.966/MG. Relator: Ministro Otávio de Almeida Toledo (Desembargador Convocado do TJSP). Sexta Turma. Julgado em 26 fev. 2025. **Diário da Justiça Eletrônico Nacional**, Brasília, DF, publicado em 6 mar. 2025.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial nº 2.753.345/DF. Relator: Ministro Rogério Schietti Cruz. Sexta Turma. Julgado em 19 ago. 2025. **Diário da Justiça Eletrônico Nacional**, Brasília, DF, publicado em 25 ago. 2025.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Recurso em Habeas Corpus nº 180.458/RS. Relator: Ministro Messod Azulay Neto. Quinta Turma. Julgado em 21 nov. 2023. **Diário da Justiça Eletrônico**, Brasília, DF, publicado em 27 nov. 2023.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Agravo Regimental no Recurso Especial n. 1.579.289/RN**, Relator Ministro Joel Ilan Paciornik, Quinta Turma, julgado em 5 jun. 2018, DJe 13 jun. 2018.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Habeas Corpus n. 317.330/SP**, Relator Ministro Nefi Cordeiro, Sexta Turma, julgado em 15 dez. 2016, DJe 3 fev. 2017.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Habeas Corpus nº 444.389/SP. Relator: Ministro Rogério Schietti Cruz. Sexta Turma. Julgado em 22 set. 2020. **Diário da Justiça Eletrônico**, Brasília, DF, publicado em 30 set. 2020.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal (2. Turma). Agravo Regimental no Recurso Extraordinário com Agravo n. 953.446/MG. Relator: Min. Dias Toffoli. Julgado em 29 jun. 2018. **Diário da Justiça eletrônico**, Brasília, DF, 24 ago. 2018.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Agravo regimental no recurso extraordinário com agravo nº 953.446. Relator: Min. Dias Toffoli. Segunda Turma. Julgado em 29 jun. 2018. **Diário da Justiça Eletrônico**, Brasília, DF, n. 174, divulgado em 23 ago. 2018, publicado em 24 ago. 2018.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 1ª Região. Apelação Criminal nº 0063211-08.2011.4.01.3800. Apelado: Ministério Público Federal. Relatora: Desembargadora Federal Monica Sifuentes. Terceira Turma. Julgado em 2020. **Diário da Justiça Federal da 1ª Região eletrônico**, Brasília, DF, publicado em 24 nov. 2020.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 1ª Região. Apelação Criminal nº 0063211-08.2011.4.01.3800. Apelado: Ministério Público Federal. Relatora: Desembargadora Federal Monica Sifuentes. Terceira Turma. Julgado em 2020. **Diário da Justiça Federal da 1ª Região eletrônico**, Brasília, DF, publicado em 24 nov. 2020.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 1ª Região. **Apelação nº 0051719-63.2004.4.01.3800**. Relator: Juiz Federal Saulo José Casali Bahia. 4. Turma. Julgado em 28 mai. 2019. Publicado em 6 ago. 2019.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 1ª Região. Habeas Corpus nº 1045680-88.2021.4.01.0000. Relatora: Juíza Federal Olívia Mérilin Silva (conv.). Terceira Turma. Julgado em 10 mai.2023. **Diário da Justiça Federal da 1ª Região eletrônico**, Brasília, DF, publicado em 10 mai. 2023.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 1ª Região. Habeas Corpus nº 1025281-33.2024.4.01.0000. Impetrado: Juízo Federal da 10ª Vara da Seção Judiciária do Distrito Federal. Relator: Desembargador Federal Neviton de Oliveira Batista Guedes. Terceira Turma. Julgado em 14 mar. 2025. **Processo Judicial Eletrônico (PJe)**, Brasília, DF, publicado em 14 mar. 2025.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Apelação Criminal nº 0509738-73.2006.4.02.5101. Relatora: Desembargadora Federal Andrea Cunha Esmeraldo. Primeira Turma Especializada. Julgado em 3 mai. 2023. **Diário da Justiça Eletrônico da Justiça Federal da 2ª Região**, Brasília, DF, publicado em 5 jun. 2023.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Apelação Criminal nº 0009523-27.2010.4.02.5001. Apelante: Ministério Público Federal e outros. Relator: Desembargador Federal Flavio Oliveira Lucas. Segunda Turma Especializada. Julgado em 10 mai. 2024. **Diário da Justiça Eletrônico da 2ª Região**, Brasília, DF, publicado em 14 mai.2024.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Embargos Infringentes e de Nulidade nº 5010058-75.2018.4.02.5101. Relatora: Juíza Federal Andrea Daquer Barsotti. Primeira Seção Especializada. Julgado em 11 dez. 2019. **Diário da Justiça Eletrônico da Justiça Federal da 2ª Região**, Brasília, DF, publicado em 16 dez. 2019.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 3ª Região. Apelação Criminal nº 0015533-70.2014.4.03.6181. Relator: Desembargador Federal Nino Oliveira Toldo. Décima Primeira Turma. Julgado em 13 mai. 2022. **Diário da Justiça Federal da 3ª Região eletrônico**, Brasília, DF, intimação em 16 mai. 2022.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 3ª Região. Apelação Criminal nº 0001190-30.2019.4.03.6105. Relator: Desembargador Federal Ali Mazloum. Quinta Turma. Julgado em 8 out. 2024. **Diário da Justiça Federal da 3ª Região eletrônico**, Brasília, DF, intimação em 10 out. 2024.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 4ª Região. Apelação Criminal nº 5038751-32.2018.4.04.7100. Relator: Desembargador Federal Carlos Eduardo Thompson Flores Lenz. Oitava Turma. Julgado em 14 mai. 2025. **Diário da Justiça Federal da 4ª Região eletrônico**, Brasília, DF.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 4ª Região. Apelação Criminal nº 5009793-41.2015.4.04.7100. Relator: Desembargador Federal Luiz Carlos Canalli. 7ª Turma. Julgado em 30 mar. 2021. **Diário Eletrônico da Justiça Federal da 4ª Região**, publicação em 31 mar. 2021.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 4ª Região. **Apelação Criminal nº 5003476-12.2010.4.04.7000/PR**. Relator: Desembargador Federal Leandro Paulsen. 8. Turma. Julgado em 15 jul. 2015. Publicado em 20 jul. 2015.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 5ª Região. Apelação Criminal nº 0808201-76.2024.4.05.8100. Relator: Desembargador Federal Rodrigo Antonio Tenório Correia da Silva. Sexta Turma. Julgado em 3 jun. 2025. **Diário da Justiça Federal da 5ª Região eletrônico**, Brasília, DF.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 5ª Região. Apelação Criminal nº 0808201-76.2024.4.05.8100. Apelante: Raoni Lima Ferreira. Apelado: Ministério Público Federal. Relator: Desembargador Federal Rodrigo Antonio Tenório Correia da Silva. Sexta Turma. Julgado em 3 jun. 2025. **Diário da Justiça Eletrônico da 5ª Região**, Brasília, DF.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 5ª Região. **Apelação Criminal n. 0808465-06.2018.4.05.8100**. Rel. Des. Fed. Paulo Roberto de Oliveira Lima. 2ª Turma. Julg. 13 set. 2022.

BRENER, Paula Rocha Gouvêa. Ações neutras e limites da intervenção punível: sentido delitivo e desvalor do comportamento típico do cúmplice. 2021. **Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade Federal de Minas Gerais**, Belo Horizonte, 2021.

BRITO, Alexis Couto de. Imputación jurídico-penal: aspectos generales y particulares. **Revista Penal México**, n. 24, p. 57–72, jan./jun. 2024.

BRITO, Giovani Antonio Silva; ASSAF NETO, Alexandre. Modelo de classificação de risco de crédito de empresas. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 19, n. 46, p. 51-63, 2008.

BUENO, Roberto. Dos critérios de justiça em Dworkin e Rawls. **Revista de Direito Constitucional e Internacional**, v. 40, p. 171-182, jul./set. 2002.

CABRAL, Rodrigo Leite Ferreira; CHAVES JUNIOR, Airto. Articulações entre política criminal, dogmática penal, criminologia e processo penal. **Revista de Direito Brasileira**, Florianópolis, SC, v. 36, n. 13, p. 197–216, set./dez. 2023.

CALLEGARI, André Luís. A imputação objetiva no direito penal. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 764, p. 434–452, jun. 1999. DTR\1999\263.

CALLEGARI, André Luís. Gestão temerária e o risco permitido no direito penal. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 94, n. 837, p. 409–416, jul. 2005.

CALLEGARI, André Luís. Gestão temerária e o risco permitido no direito penal. **Revista dos Tribunais**, v. 837, p. 409-416, jul. 2005.

CALLEGARI, André Luís. Legitimidade constitucional do direito penal econômico: uma crítica aos tipos penais abertos. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 851, p. 432–444, set. 2006. DTR\2006\564.

CALLEGARI, André Luís; CANCIO MELIÁ, Manuel. Aproximação à teoria da imputação objetiva no direito penal. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 831, p. 463–482, jan. 2005.

CANCIO MELIÁ, Manuel. Algunas reflexiones sobre lo objetivo y lo subjetivo en la teoría de la imputación objetiva. In: MONTEALEGRE LYNETT, Eduardo (coord.). **Libro homenaje al profesor Günther Jakobs: el funcionalismo en el Derecho penal**. Bogotá D.C.: Universidad Externado de Colombia, 2003.

CANCIO MELIÁ, Manuel. **Líneas básicas de la teoría de la imputación objetiva**. Mendoza: Cuyo, 2001

CARDOSO, Anna Paulina Corteletti Pereira. A imputação de autoria nos crimes cometidos em estruturas empresariais. **Revista de Direito Penal Econômico e Compliance**, São Paulo, v. 10, ano 3, p. 13–37, abr./jun. 2022.

CARRETE, Liliam Sanchez. **Mercado Financeiro Brasileiro**. Rio de Janeiro: Atlas, 2019.

CARUSO, Tiago. **Imputação objetiva no direito penal econômico**. São Paulo: Marcial Pons, 2025.

CAVALCANTI, Nicolau da Rocha. Compreensão e crítica do direito penal econômico: caminhos para um efetivo controle intelectual sobre a expansão penal. **Revista de Direito Penal Econômico e Compliance**, São Paulo, v. 11, p. 185-202, jul./set. 2022.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução nº 4.881, de 23 de dezembro de 2020**. Dispõe sobre o cálculo e a informação do custo efetivo total nas operações de crédito e de arrendamento mercantil financeiro. Brasília: Banco Central do Brasil, 2020.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução nº 4.949, de 30 de setembro de 2021**. Dispõe sobre princípios e procedimentos no relacionamento com clientes e usuários. Brasília: Banco Central do Brasil, 2021.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução nº 4.966, de 25 de novembro de 2021**. Dispõe sobre critérios contábeis aplicáveis a instrumentos financeiros. Brasília: Banco Central do Brasil, 2021.

D'AVILA, Fábio Roberto. Resultado, causalidade e imputação objetiva: velhos e novos olhares sobre o artigo 13 do Código Penal brasileiro. **Revista do Ministério Público do Rio Grande do Sul**, Porto Alegre, v. 1, n. 92, p. 149-170, fev. 2023.

DE PAULA, Áureo Natal. **Crimes contra o sistema financeiro nacional e o mercado de capitais**. 8. Ed. Curitiba: Juruá, 2024.

DICIO, **Dicionário Online de Português**. Porto: 7Graus, 2025. Disponível em: <https://www.dicio.com.br/temerario/>. Acesso em: 10 dez. 2025.

ERLING, Marlos Lopes Godinho. **Regulação do Sistema Financeiro Nacional**. São Paulo: Almedina Brasil, 2015.

FEIJÓO SÁNCHEZ, Bernardo. La imputación objetiva en el Derecho penal económico y empresarial. **Derecho Penal y Criminología**, Madrid, p. 95-132, 2005.

FERNANDEZ, João Pedro Campos Lorenzo. **Gestão temerária e risco permitido no direito penal**. 2023. Dissertação (Mestrado em Direito) – Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa, Programa de Pós-Graduação em Direito, Brasília, 2023.

FERRARI FILHO, Fernando. DA SILVA, Gustavo Teixeira da. A crise financeira internacional e a Grande Depressão: semelhanças e diferenças. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, n. 32, p. 5-32, 2012.

FIGUEIREDO, Guilherme Gouvêa de. A teoria dos white-collar crimes, suas divergências conceituais e a necessária reflexão sobre as técnicas de tutela. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, v. 94, p. 417–458, jan./fev. 2012.

FONSECA, Humberto Lucena Pereira da. Liquidação extrajudicial de instituições financeiras e suspensão de processos judiciais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 8, p. 107–122, abr./jun. 2000. DTR\2000\198.

FONSECA, Rodrigo Garcia da. Regulação do Sistema Financeiro Nacional. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 7, n. 24, p. 92-122, abr./jun. 2004.

FRAGOSO, Rodrigo Falk. **Gestão temerária de instituição financeira**. São Paulo: Thomson Reuters, 2024.

FRAGOSO, Rodrigo Falk. Notas históricas sobre a criminalização da gestão temerária de instituição financeira no Brasil. **Revista de Direito Penal Econômico e Compliance**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 209–236, abr./jun. 2022.

FRAZÃO, Ana. Adstrição aos fins e ao interesse da companhia. In: FRAZÃO Ana. COELHO, Fábio Ulhoa. MENEZES, Maurício Moreira *et al.* **Lei das sociedades anônimas comentada**. 4. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2025.

FRISCH, Wolfgang. **Estudios sobre imputación objetiva**. Santiago: Legal Publishin, 2012

FRISCH, Wolfgang. La imputación objetiva: estado de la cuestión. In: SILVA SANCHÉZ, Jesús-María (org.). **Sobre el estado de la teoría del delito (Seminario en la Universitat Pompeu Fabra)**. Madrid: Civitas, 2000.

FRISCH, Wolfgang. Pena, delito y sistema del delito en transformación. **InDret**, Barcelona, n. 3, 2014.

FRISCH, Wolfgang. Sobre a teoria da imputação objetiva: uma história de sucesso e equívocos – Ao mesmo tempo, uma contribuição à necessidade de revisão do sistema do fato punível. Tradução: João Pedro Ayrosa. **Revista do Instituto de Ciências Penais**, Belo Horizonte, v. 9, n. 1, p. 1–36, 2024. DOI: 10.46274/1809-192XRICP2024v9n1p1-36.

FRISCH, Wolfgang. Teoría de la pena, concepto de delito y sistema del delito: sobre la necesaria revisión de la concepción del delito. **InDret**, Barcelona, n. 4, p. 115-132, 2024.

FRISCH, Wolfgang. **Tipo penal e imputación objetiva**. Madrid: Colex, 1995.

FUZIGER, Rodrigo. Metalinguagem e compliance: por um delineamento dos limites de imputação penal dos compliance officers. **Boletim Revista dos Tribunais Online**, São Paulo, vol. 27, maio. 2022.

GIMBERNAT ORDEIG, Enrique. ¿Qué es la imputación objetiva? **Estudios penales y criminológicos**, n. 10, Santiago de Compostela, p. 167–185, 1987.

GIULIANI, Emília Merlini. A função crítica do bem jurídico supraindividual frente à intervenção penal. **Revista Justiça e Sistema Criminal**, Curitiba, v. 6, n. 11, p. 101-120, jul./dez. 2014.

GOULART, Clayton Peixoto. PINHEIRO, Juliano Lima. Risco operacional. In: GALVÃO, Alexandre. OLIVEIRA, Virgínia Izabel de. FLEURIET, Michel et al. **Gestão de riscos no mercado financeiro**. São Paulo: Saraiva, 2018. E-book.

GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na Constituição de 1988**. 14. Ed. São Paulo: Malheiros, 2010.

GRECO, Luís. “Princípio da ofensividade” e crimes de perigo abstrato: uma introdução ao debate sobre o bem jurídico e as estruturas do delito. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 49, p. 89–147, jul./ago. 2004. DTR\2004\892.

GRECO, Luís. Introdução à dogmática funcionalista do delito - em comemoração aos trinta anos de “Política Criminal e Sistema Jurídico-Penal” de Roxin. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 32, p. 120 e ss., out. 2000.

GRECO, Luís. **Um panorama da teoria da imputação objetiva**. 4. Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais.

- HAAS, Volker. La doctrina penal de la imputación objetiva: una crítica fundamental. **InDret – Revista para el Análisis del Derecho**, Barcelona, n. 1, p. 1. jan. 2016.
- HEGEL, Georg Wilhelm Friedrich. **Princípios de teoria do direito**. São Paulo: Martins Fontes, 1997
- HILGENDORF, Eric. VALERIUS, Brian. **Direito penal: parte geral**. São Paulo: Marcial Pons, 2019.
- JAKOBS, Günther. **Sociedad, norma y persona en una teoría de un Derecho penal funcional**. Madrid: Civitas, 2000.
- KEATING, Gregory. Principles of Risk Imposition and the Priority of Avoiding Harm. **Revus – Journal for Constitutional Theory and Philosophy of Law**, Ljubljana, v. 36, p. 7–29, 2018.
- KNOPFHOLZ, Alexandre. Sociedade de riscos e poder de polícia: da administrativização do direito penal ao fortalecimento do direito administrativo sancionador. **Revista de Ciências Penais**, v. 15, p. 13-36, jul./dez. 2011.
- KOURY, Felipe Frota de Almeida. Aplicação dos regimes especiais de insolvência às instituições financeiras. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 85, p. 243-263, jul./set. 2019.
- KYAW, Khine. Market volatility and investors’ view of firm-level risk: a case of green firms. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 13, n. 8, p. 175, 2020. DOI: 10.3390/jrfm13080175.
- LEITE, Alaor; TEIXEIRA, Adriano. O principal delito econômico da moderna sociedade industrial: observações introdutórias sobre o crime de infidelidade patrimonial. **Revista do Instituto Brasileiro de Direito Penal Econômico**, n. 1, 2017.
- MACHADO, Érica Babini Lapa do Amaral. A teoria dos bens jurídico-penais e o direito penal moderno: uma releitura a partir dos direitos humanos. **Revista Brasileira de Direito**, Passo Fundo, v. 12, n. 2, p. 166-179, jul./dez. 2016. ISSN 2238-0604.
- MACHADO, Fábio Guedes de Paula; MOURA, Bruno. Perspectivas político-criminais e dogmáticas do direito penal no contexto da sociedade de riscos. **Revista de Ciências Penais**, São Paulo, v. 15, p. 357-393, jul./dez. 2011.
- MAGALHÃES FILHO, Glauco Barreira. **Hermenêutica e unidade axiológica da Constituição**. 3. ed. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004
- MAGALHÃES JÚNIOR, Danilo Brum de. Gerenciamento de risco, compliance e geração de valor: os compliance programs como ferramenta para mitigação de riscos reputacionais nas empresas. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 997, p. 575–594, nov. 2018.
- MARIANI, Irineu. Direito de empresa, atividade empresarial, empresa e empresário: à luz do novo Código Civil. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 95, n. 844, p. 28-40, fev. 2006.

MARTINELLI, João Paulo Orsini. Casa de prostituição: a adequação social e a moral pública. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 110, p. 457–472, set./out. 2014.

MARTINELLI, João Paulo Orsini. DE BEM, Leonardo Schmitt. **Direito penal parte geral: lições fundamentais**. 6. Ed. Belo Horizonte: D'Placito, 2021.

MENDES, Francisco Schertel. CARVALHO, Vinícius Marques de. **Compliance: concorrência e combate à corrupção**. São Paulo: Trevisan, 2017

MENDONÇA, Helder Ferreira de; GALVÃO, Délio José Cordeiro; LOURES, Renato Falci Villela. Risco das instituições financeiras e o impacto sobre a atividade econômica: uma análise com dados em painel para o Brasil. **Pesquisa e Planejamento Econômico – PPE**, v. 41, n. 1, abr. 2011.

MIR PUIG, Santiago. **Derecho penal: parte general**. 10. Ed. Barcelona: Reppertor, 2016

MIR PUIG, Santiago. Significado e alcance da imputação objetiva em direito penal. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 56, p. 173–201, set./out. 2005.

MORAES, Jenifer. **Imputação objetiva nos crimes financeiros**. São Paulo: Tirant lo Blanch, 2022.

MUÑOZ, Nuria Pastor. La construcción del perjuicio en el delito de administración desleal: a la vez, una reflexión sobre la naturaleza y las premisas del concepto jurídico-penal de patrimonio y sobre sus raíces históricas en la dogmática de la estafa. **InDret – Revista para el Análisis del Derecho**, Barcelona, n. 4, out. 2016.

MUÑOZ, Nuria Pastor. **Riesgo permitido y principio de legalidad: La remisión a los estándares sociales de conducta en la construcción de la norma jurídico-penal**. Barcelona: Atelier, 2019.

OECD. **G20/OECD Principles of Corporate Governance**. Paris: OECD Publishing, 2015.

OLIVÉ, Juan Carlos Ferré. PAZ, Miguel Ángel Nuñez. OLIVEIRA, William Terra de. BRITO, Alexis Couto de. **Direito penal brasileiro: parte geral: princípios fundamentais e sistema**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

OLIVEIRA, Leonardo Marcel de; FERREIRA, Matheus; COLÉN, Guilherme Coelho. IMPUTAÇÃO OBJETIVA E CAUSALIDADE: APROXIMAÇÃO ENTRE AS CIÊNCIAS SOCIAIS E O DIREITO. **Caderno de Relações Internacionais**, v. 10, n. 18, 2019. DOI: 10.22293/2179-1376.v10i18.1036

OLIVEIRA, Virgínia Izabel de. MICHEL, Fleuriet. In: GALVÃO, Alexandre. OLIVEIRA, Virgínia Izabel de. FLEURIET, Michel et al. **Gestão de riscos no mercado financeiro**. São Paulo: Saraiva, 2018.

PACIORNIK, Joel Ilan. Efeitos das decisões administrativas sobre o processo penal e das decisões penais sobre o processo administrativo sancionador. In: MADEIRA, Guilherme; BADARÓ, Gustavo; CRUZ, Rogério Schietti (coord.). **Código de Processo Penal**. v. 2. São Paulo: Thomson Reuters, 2022.

PEDROSO, Fernando de Almeida. Nexo causal, imputação objetiva e tipicidade conglobante. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 794, p. 462–485, dez. 2001.

PEREIRA, Claudenir Brito. **O crime de gestão temerária de instituições financeiras e a aplicabilidade do parágrafo único do artigo 4º da Lei nº 7.492/86 às condutas com resultado econômico positivo**. 2021. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito Penal Econômico) – Instituto Brasiliense de Direito Público, Brasília, 2021.

PEREIRA, Henrique Viana; MIRANDA, Luiz Henrique Nogueira Araújo. A teoria pessoal do bem jurídico e a ordem econômica. **Revista Eletrônica da Procuradoria Geral do Estado do Rio de Janeiro - PGE-RJ**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 1, jan./abr. 2022. DOI: 10.46818/v5i1.272.

PIMENTEL, Manoel Pedro. Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional. **Doutrinas Essenciais de Direito Penal Econômico e da Empresa**, v. 5, p. 921–936, jul. 2011. DTR\2012\676.

PIMENTEL, Manoel Pedro. Crimes falimentares. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 622, p. 249–254, ago. 1987.

PINHEIRO, Juliano Lima; OLIVEIRA, Virgínia Izabel de. Riscos financeiros. In: GALVÃO, Alexandre. OLIVEIRA, Virgínia Izabel de. FLEURIET, Michel et al. **Gestão de riscos no mercado financeiro**. São Paulo: Saraiva, 2018.

PRADO, Luiz Régis. **Bem jurídico-penal e a constituição**. 8. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

PRADO, Luiz Régis; CARVALHO, Érika Mendes de. Adequação social e risco permitido: aspectos conceituais e delimitativos. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 844, p. 435–451, fev. 2006.

PUPPE, Ingeborg. **Estudos sobre imputação objetiva e subjetiva no direito penal**. São Paulo: Marcial Pons, 2019.

RAMIDOFF, Mário Luiz; BÜRGEL RAMIDOFF, Luísa Munhoz. Bem jurídico no Direito Penal Econômico: uma abordagem criminológico-crítica. **Revista Consinter**. Disponível em: <https://revistaconsinter.com/index.php/ojs/0709>. Acesso em: 8 dez. 2025.

REBOUÇAS, Sérgio. **Direito penal: parte geral**. São Paulo: Tirant lo Blanch, 2020.

REBOUÇAS, Sérgio. Licitude e validade da prova penal nas investigações empresariais internas. **Revista Brasileira de Direito Processual Penal**, Porto Alegre, v. 9, n. 2, maio/ago. 2023.

ROCHA, Ronan de Oliveira. **A relação de causalidade no Direito Penal**. 2013. 213 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2013.

ROXIN, Claus. A teoria da imputação objetiva. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 38, p. 11–31, abr./jun. 2002.

ROXIN, Claus. **Estudos de direito penal**. 2. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

ROXIN, Claus. GRECO, Luís. **Direito penal: parte geral**. Fundamentos. A estrutura da teoria do crime. 5. Ed. São Paulo: Marcial Pons, 2024

ROXIN, Claus. O conceito de bem jurídico crítico ao legislador em xeque. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 922, p. 291-322, ago. 2012. DTR 2012\450348.

ROXIN, Claus. **Política criminal e sistema jurídico-penal**. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

ROXIN, Claus. **Problemas fundamentais de direito penal**. Lisboa: Vega, 1986.

RUIVO, Marcelo Almeida. O bem jurídico protegido no crime de lavagem de dinheiro. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 206, ano 33, p. 101-126, jan./fev. 2025

RUIVO, Marcelo Almeida. Tutela penal do patrimônio administrado por terceiro no sistema financeiro: um breve comparativo da infidelidade alemã, portuguesa e italiana com a gestão fraudulenta brasileira. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 25, n. 127, p. 111-132, jan. 2017.

SADDI, Jairo. Estatização do Conselho Monetário Nacional. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 28, p. 368-374, abr./jun. 2005.

SADDY, André. Incumbência da atividade administrativa regulatória. **Revista de Direito Administrativo e Infraestrutura**, São Paulo, v. 12, p. 253–275, jan./mar. 2020.

SANTOS, Daniel Leonhardt dos. BÜRGEL, Letícia. Fundamentos e critérios da teoria da imputação objetiva do resultado à ação de Roxin. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**, v. 1, p. 307-337, 2015.

SANTOS, Yago Aparecido Oliveira. O comportamento das partes nos contratos empresariais: da teoria da escolha racional às contribuições da economia comportamental. **Revista de Análise Econômica do Direito**, v. 2, Jul. - Dez. 2021.

SCANDELARI, Gustavo Britta. Adequação social como derrotabilidade no direito penal. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, São Paulo, v. 149, p. 53–74, nov. 2018.

SILVA SANCHEZ, Jesús-María. **El riesgo permitido en Derecho penal económico**. Barcelona: Atelier, 2022.

SILVA, Emanuel Theodoro Salloum. Gestão estratégica do risco legal: fundamentos inerentes à nova economia institucional e compliance. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 6, p. 293–316, nov./dez. 2014.

- SILVA, Paulo Cezar da. Crimes contra o sistema financeiro nacional: uma análise crítica do art. 4.º e parágrafo único da Lei 7.492/86. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 848, p. 381–415, jun. 2006.
- SILVA, Virgílio Afonso da. O proporcional e o razoável. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 798, p. 23–50, 2002
- SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. SAAD-DINIZ, Eduardo. **Compliance, direito penal e lei anticorrupção**. São Paulo: Saraiva, 2015.
- SONKAJÄRVI, Hanna. A aplicação do Código Comercial brasileiro entre 1850 e 1860: análise das evidências de um caso de falência culposa. **Revista Tempo**, v. 21, n. 37.
- SOUZA, Luciano Anderson de. In: SOUZA, Luciano Anderson de. ARAÚJO, Marinha Pinhão Coelho. **Direito penal econômico: parte geral e leis penais especiais**. 2. Ed. São Paulo: Thomson Reuters, 2022. Estágio atual do direito penal econômico e alternativas jurídicas.
- STULZ, René. Governance, risk management, and risk-taking in banks. **NBER Working Paper**, n. 20274, 2014.
- TAVARES, Débora Santos. Riscos da atividade empresarial: considerações sobre a postura colaborativa de empresas no processo penal. In: ROCHA Fernando Antônio Nogueira Galvão da. **Estudos de compliance criminal**. Porto Alegre: Editora Fi, 2020.
- TAVARES, Juarez. **Fundamentos de teoria do delito**. 3. Ed. São Paulo: Tirant lo Blanch, 2020
- TEIXEIRA, Adriano. LEITE, Alaor. O principal delito econômico da moderna sociedade industrial: observações introdutórias sobre o crime de infidelidade patrimonial, **Revista do Instituto Brasileiro de Direito Penal Econômico**, n.1, 2017, p. 15-58.
- TERGILENE, Tiago de Almeida Santos. Do liberalismo ao neoliberalismo: uma crítica à desregulamentação e à precarização no século XXI. **Revista FT**, 2025.
- TOLEDO, Francisco Assis de. **Princípios básicos de direito penal**. 5. Ed. São Paulo: Saraiva, 1994.
- TORTIMA, José Carlos. **Crimes contra o sistema financeiro nacional (uma contribuição ao estudo da Lei nº 7.492/86)**. 3. Ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.
- VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. A estrutura do sistema financeiro nacional e os crimes financeiros: a gestão temerária. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 95, p. 95–148, jan./mar. 2022. DTR\2022\3817.
- VIANA, Eduardo. MARTELETO, Wagner. **Imputação objetiva no direito penal**. São Paulo: Marcial Pons, 2025
- VIANA, Eduardo. Observações sobre o princípio da legalidade. **Revista Científica do CPJM – Centro de Pesquisa em Crimes Empresariais e Compliance**, v. 1, n. 2, p. 95–104, 2021.

VIANA, Eduardo. Sobre a estrutura do dolo. **Revista de Estudos Criminais**, Porto Alegre, v. 19, n. 77, p. 61–107, abr./jun. 2020. ISSN 1676-8698.

VIDAL, HÉLVIO SIMÕES. Causalidade, ciência e experiência em matéria penal. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 788, p. 458-486, jun. 2001.

ZONTA, Fernando de Oliveira; KISS, Vanessa Moraes. Elementos subjetivos nos sistemas causalista, finalista e funcionalista. **Revista Saber Digital**, v. 14, n. 1, p.8-26, 2021