Taxa de fiscalização e apagão regulatório no mercado de capitais

Supervisory fee and regulatory blackout in the capital markets

Ministro Flávio Dino

Ação Direta de Inconstitucionalidade 7.791 Distrito Federal[1]

Decisão:

Trata-se de ação direta de inconstitucionalidade, com pedido de concessão de medida cautelar, ajuizada por Diretório Nacional do Partido Novo, em face dos arts. 1º, 2º, 3º, 4º e 5º da Lei nº 14.317/2022, os quais promoveram a majoração e alteraram a sistemática de cálculo da Taxa de Fiscalização dos Mercados de Títulos e Valores Mobiliários (TFMTVM), originalmente instituída pela Lei nº 7.940/1989.

Por meio do despacho do eDOC 10, requisitei informações ao Presidente da República e ao Presidente do Congresso Nacional. Na sequência, mediante o despacho constante no eDOC 23 e nos termos do art. 8º da Lei n. 6.385/76, intimei a Comissão de Valores Mobiliários para, querendo, oferecer parecer ou prestar esclarecimentos.

As informações foram devidamente apresentadas pela Presidência da República (eDOC 19), pelo Presidente do Congresso Nacional (eDOC 21) e pela Comissão de Valores Mobiliários (eDOC 27).

---

[1] Documento assinado digitalmente conforme MP n° 2.200-2/2001 de 24/08/2001. O documento pode ser acessado pelo endereço http://www.stf.jus.br/portal/autenticacao/autenticarDocumento.asp sob o código D6BF-00BD-A55C-F086 e senha 1603-3285-7943-FA75.

CC BY NC ND

A Advocacia-Geral da União manifestou-se por meio da petição juntada no eDOC 31, enquanto a Procuradoria-Geral da República apresentou seu parecer no eDOC 34.

Considerando os indícios de ausência de proporcionalidade entre a arrecadação da Taxa de Fiscalização dos Mercados de Títulos e Valores Mobiliários (TFMTVM) e o custo da atividade desempenhada pela Comissão de Valores Mobiliários, para a melhor aferição do atributo da equivalência razoável da taxa, convoquei a realização de **audiência pública**, a qual ocorreu em 04/05/2026.

A medida teve por finalidade propiciar a exposição e o debate, com base em argumentos tecnicamente qualificados e oriundos de especialistas de distintas áreas do conhecimento, acerca de diversos pontos controvertidos, previamente delimitados nas decisões proferidas nos eventos 36 e 46, cujos questionamentos reproduzo integralmente:

A) a CVM cresceu menos do que o mercado regulado?
B) há a destinação da taxa impugnada nestes autos ao Tesouro Nacional?
C) a taxa tem sido investida em tecnologia e recursos humanos para a CVM? Integral ou parcialmente?
D) a taxa tem resultado em julgamentos mais rápidos e na aplicação eficiente de sanções, por parte da CVM?
E) a arrecadação da taxa tem possibilitado modernização da CVM quanto à indústria de fundos?
F) como a arrecadação da taxa se relaciona com as "zonas cinzentas" de atuação em relação ao Banco Central, havendo ou não sobreposições ou omissões?
G) Diante do surgimento de tipologias criminais complexas que utilizam fundos estruturados e operações simuladas, há, no âmbito da CVM, um fluxo sistematizado de inteligência preventiva voltado à detecção precoce dessas práticas, especialmente a partir do incremento da arrecadação decorrente da taxa de fiscalização do mercado de títulos e valores mobiliários — TFMTVM?
H) Partindo do pressuposto de que a CVM utiliza ferramentas tecnológicas e painéis analíticos para o monitoramento do mercado de capitais, os valores da taxa de fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários atualmente repassados são suficientes para viabilizar um quadro de servidores compatível com o tratamento tempestivo dos alertas gerados por esses sistemas?
I) Há registro de morosidade na instrução e na conclusão de processos administrativos no âmbito da CVM que seja atribuível a contingenciamentos orçamentários relativos à taxa de fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários? Ou seja, a situação enfocada nestes autos tem relação com dificuldades para a efetividade e a tempestividade no combate a crimes no mercado de capitais?

J) Qual é o modelo de apuração de custos adotado pela CVM e de que forma esse modelo impacta os repasses da Taxa de Fiscalização do Mercado de Títulos e Valores Mobiliários — TFMTVM?
K) O atual modelo de repartição de atribuições entre Banco Central e CVM está alinhado com as melhores práticas internacionais?
L) Existem financiamentos adequados aos investimentos nesses órgãos federais, por intermédio de taxas, inclusive a impugnada?
M) Além das receitas oriundas de taxas, existem outras fontes de financiamento ou de alocação de recursos disponíveis a esses órgãos, ou sua atuação depende exclusivamente de dotações orçamentárias?
N) Quais os impactos reais de possíveis cenários de redução de alíquotas da taxa de fiscalização do mercado de títulos e valores mobiliários — TFMTVM?

Realizada a audiência pública no dia 04/05/2026, o **Presidente deste Supremo Tribunal Federal, Ministro Edson Fachin**, em sua manifestação inaugural, ressaltou que a audiência pública, convocada no âmbito da presente ação, insere-se no modelo participativo adotado pela Corte Constitucional, destinada a ampliar o processo decisório mediante a escuta qualificada de especialistas, órgãos públicos e entidades representativas, sobretudo em temas de elevada complexidade técnica e repercussão sistêmica. Enfatizou que a controvérsia, embora revestida de natureza aparentemente técnico-tributária, alcança dimensão estrutural do Estado de Direito, na medida em que envolve os limites do poder de tributar, a adequada vinculação entre arrecadação estatal e prestação de serviços públicos e os mecanismos de controle institucional. Destacou, ainda, que a deliberação a ser proferida pelo Tribunal projeta efeitos relevantes sobre o mercado de capitais, os agentes econômicos, os investidores e a própria capacidade regulatória do Estado, o que impõe a necessidade de uma decisão construída com base em informações plurais e qualificadas.

Na sequência, **o decano deste Supremo Tribunal Federal, Ministro Gilmar Mendes**, consignou, em sua manifestação, a existência de relevantes lacunas informacionais no âmbito da administração tributária, destacando que, até a edição de recente ato normativo da Receita Federal, que passou a exigir a identificação de beneficiários finais por meio de declaração específica, havia significativa opacidade quanto à identificação de pessoas físicas vinculadas a determinadas estruturas, circunstância que teria contribuído para a ocorrência de distorções e irregularidades. No que se refere à Comissão de Valores Mobiliários, o Ministro ressaltou a expressiva defasagem estrutural da autarquia quando comparada a entidades congêneres internacionais,

CC BY NC ND

tanto em termos de quadro de pessoal quanto de dotação orçamentária, o que evidencia limitações relevantes à sua capacidade de atuação regulatória e fiscalizatória. Nesse contexto, enfatizou que os episódios recentes no sistema financeiro evidenciam a necessidade de tratamento prioritário da regulação do mercado de capitais como política estratégica do Estado, impondo-se o aprimoramento das estruturas institucionais e dos mecanismos de controle.

Foram ouvidos os Excelentíssimos Senhores Rodolfo Rebouças, Leonardo Azevedo Corrêa e Fábio Lemos de Oliveira, representantes do Partido Novo; Isadora Maria Belém Rocha Cartaxo de Arruda, Secretária-Geral de Contencioso da Advocacia-Geral da União; João Carlos de Andrade Uzeda Accioly, Presidente da Comissão de Valores Mobiliários; Daniel Valadão de Sousa Corgozinho, Superintendente da Comissão de Valores Mobiliários; Guilherme Alves de Siqueira, Chefe da DFIN/CGRC/DICOR da Polícia Federal; Ricardo Andrade Saadi, Presidente do Conselho de Controle de Atividades Financeiras (COAF); e Rogério Antônio Lucca, Secretário-Executivo do Banco Central.

Foram, ainda, apresentadas as relevantes contribuições técnicas dos especialistas Gustavo Tavares Borba, Professor Doutor e Mestre, advogado, ex-Diretor da Comissão de Valores Mobiliários e ex-Chefe da Área Jurídica da Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro, convidado por este Relator; Maria Isabel do Prado Bocater, representante da Associação Brasileira de Companhias Abertas (ABRASCA); Otávio Yazbek e Gabriela Codorniz, do Instituto Brasileiro de Direito Empresarial (IBRADEMP); Marcelo Barbosa, representante da Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA); Cristiane de Oliveira Coelho Galvão, representante da Confederação Nacional das Instituições Financeiras (FIN); Manoel Messias Peixinho, representante do Sindicato Nacional dos Servidores da Comissão de Valores Mobiliários (SINDCVM); Fábio Henrique de Sousa Coelho, representante da Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC); Ricardo Tadeu Martins e Eduardo Boccuzzi, representantes da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais do Brasil (APIMEC Brasil); bem como Diego Ramiro, Francisco Amarante e Bruno Tabera, representantes da Associação Brasileira dos Assessores de Investimentos (ABAI), conforme memoriais constantes do eDoc 48.

Também contribuíram por meio de memoriais Hertz Viana Leal e Leonardo Wainstok, servidores efetivos da Comissão de Valores Mobiliários e integrantes do Coletivo de Servidores; a Associação Brasileira de Cripto-economia (ABCripto); Fernando Foz de Macedo e Emerson Drigo da Silva,

do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI) — eDOC 55; Luiz Fernando da Costa Dalla Martha, pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); Rafael Guerino Furlanetti, da Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos, Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (ANCORD); e a AIS Livres — Associação dos Assessores de Investimentos, esta última habilitada como *amicus curiae*, nos termos da decisão lançada no eDOC 52.

Por fim, **o Subprocurador-Geral da República, Paulo Vasconcelos Jacobina**, manifestou-se em adendo à petição já acostada aos autos no eDOC 34 e ressaltou a pertinência de se reconhecer um "estado de coisas inconstitucional" relacionado à destinação das receitas vinculadas à taxa instituída para o custeio da atuação da CVM, em consonância com o pedido formulado na alínea "d" da petição inicial. Nessa perspectiva, sustentou a necessidade de assegurar a efetividade da vinculação finalística das receitas e a impossibilidade de sua utilização para finalidades estranhas àquelas que legitimam a instituição da taxa, com observância do regime constitucional aplicável.

Breve contextualização dos fatos

O Diretório Nacional do Partido Novo sustenta, na petição inicial, que a União instituiu um imposto disfarçado de taxa, na medida em que os valores arrecadados a título de taxa de polícia seriam desproporcionalmente superiores às despesas efetivamente realizadas pela autarquia. Afirma, ainda, que tais recursos estariam sendo sistematicamente apropriados pelo Tesouro Nacional, em afronta aos arts. 145, II e § 2º e 146, II, da Constituição Federal, combinados com o art. 77, parágrafo único, do Código Tributário Nacional, bem como aos arts. 5º, LIV, e 150, IV, da Constituição, à luz dos princípios do devido processo legal, da proporcionalidade e da vedação ao confisco.

Alega que, no período compreendido entre 2022 e 2024, a CVM arrecadou aproximadamente R$ 2,4 bilhões, sendo cerca de R$ 2,1 bilhões provenientes de taxas, ao passo que a dotação orçamentária destinada à autarquia, no mesmo triênio, teria sido de apenas R$ 670 milhões, correspondente a aproximadamente um quarto do total arrecadado e a um terço do montante recolhido a título de taxa. Sustenta, com isso, que a taxa de fiscalização violaria o requisito da referibilidade ou da equivalência custo-benefício, próprio desse tributo, além dos princípios da razoabilidade, da proporcionalidade e da não confiscatoriedade.

CC BY NC ND

O requerente reforça, ainda, a existência do perigo de dano irreparável ou de difícil reparação, caso se permita a continuidade da alegada violação constitucional, diante dos prejuízos decorrentes do desvio de recursos da CVM em detrimento de suas atividades regulatórias e fiscalizatórias. Acrescenta que, enquanto se aguarda o julgamento de mérito, **cerca de 70% da arrecadação da TFMTVM permaneceria direcionada ao Caixa Único do Tesouro Nacional**, sendo apenas 30% destinada à atividade finalística para a qual foi regularmente instituída. Perpetuar-se-ia, segundo suas alegações, a lesão aos contribuintes, o esvaziamento das atribuições da CVM e o descompasso com a jurisprudência desta Corte Suprema.

No mérito, postula o reconhecimento da inconstitucionalidade dos arts. 1º, 2º, 3º, 4º e 5º da Lei n. 14.317/2022, bem como, por arrastamento, de todos os demais dispositivos da referida norma. Subsidiariamente, requer o reconhecimento da vinculação das receitas provenientes da taxa destinada à CVM, nos estritos limites de sua finalidade constitucional e legal, com a consequente vedação de sua utilização para fins diversos.

A manifestação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, juntada aos autos no eDOC 27, defende a constitucionalidade das alterações promovidas pela Lei nº 14.317/2022 e pugna pela improcedência da ação direta de inconstitucionalidade. Sustenta que a referida medida legislativa contribuiu para o fortalecimento da economia, ao promover um ambiente de negócios mais inclusivo, com benefícios diretos aos setores regulados.

A autarquia menciona que a taxa de fiscalização já teve sua constitucionalidade reconhecida por esta Corte, conforme enunciado da Súmula 665, e afirma que é legítima a utilização do patrimônio líquido do regulado como critério para aferição da capacidade contributiva e para o dimensionamento da necessidade do exercício do poder de polícia estatal. **Pondera, ademais, que a alteração legislativa não teve como objetivo primordial o incremento arrecadatório, mas a modernização de um modelo de cobrança defasado desde 1989, o qual gerava distorções relevantes, como a imposição de maior ônus a companhias de menor porte em comparação às de grande dimensão**.

Destaca, nesse contexto, que o novo regramento promoveu significativa redução da carga tributária para os pequenos participantes do mercado, a exemplo dos assessores de investimentos, e que o aumento da arrecadação decorreu, sobretudo, da expansão orgânica do mercado de capitais, que registrou crescimento de 95,99%.

Por fim, assinala que a jurisprudência do Supremo Tribunal Federal adota compreensão flexível quanto à equivalência financeira entre o produto

da arrecadação e o custo da atividade, conforme decidido, entre outros precedentes, na ADI 4.785. Reforça a legalidade da centralização dos recursos no Tesouro Nacional, amparada no modelo constitucional de orçamento descentralizado mediante Conta Única, bem como na incidência da Desvinculação de Receitas da União (DRU), que autoriza a desvinculação de até 30% das receitas de taxas, sem imposição de reversão integral e imediata dos valores à autarquia reguladora (p. 17).

Premissas da decisão

A partir da análise de toda a documentação encartada aos autos, das exposições técnicas realizadas pelos especialistas durante a audiência pública, de reportagens jornalísticas recentes e de **fatos públicos e notórios, entre os quais aqueles que envolvem o Banco Master**, e sem a pretensão de esgotar a matéria, uma vez que o exame do feito se dá, neste momento, sob o juízo de cognição sumária, é possível identificar premissas que se revelam incontroversas e que irão lastrear a presente decisão.

A **primeira** delas diz respeito à expressiva expansão do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos, a qual culminou no atingimento de patamares históricos, com a superação da marca de R$ 50 trilhões em valor regulado.[2] O número de participantes supervisionados passou de aproximadamente 55 mil, em 2019, para cerca de 90 mil, em 2024, o que representa um aumento de 63,6%. No mesmo período, a indústria de fundos registrou crescimento de 71%, evoluindo de R$ 5,5 trilhões para R$ 9,4 trilhões. Em 2025, alcançou o montante de R$ 11,13 trilhões. Ademais, o volume de operações de distribuição de valores mobiliários apresentou incremento de 1.761% entre os anos de 2021 e 2024. Essas informações podem ser extraídas do material apresentado pela Associação Brasileira dos Assessores de Investimento — ABAI, conforme memoriais juntados no eDoc 48:

---

[2] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Boletim Econômico*, n. 108, dez. 2025. Rio de Janeiro: CVM, 2025. Disponível em: www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/2512_cvm_boletim_economico_108.pdf. Acesso em: 28 abr. 2026.

Indicador de Mercado (2019-2024)	Crescimento (%)
Nº de participantes supervisionados (55k → 90k)	**+63,6%**
Patrimônio líquido dos fundos (R$ 5,5 tri → R$ 9,4 tri)	**+71,0%**
Volume de emissões no mercado de capitais	**+47,0%**
Arrecadação TFMTVM nominal (R$ 374 mi → R$ 783 mi)	**+109,3%**
Orçamento operacional da CVM (nominal)	**+12,4%***

(*) Com variação negativa em termos reais, descontada a inflação acumulada de aproximadamente 38% no período (IPCA-IBGE).
Fonte: ANBIMA, ABRASCA, AMEC e outras (Carta Aberta à CVM, dezembro/2024); Portal da Transparência do Governo Federal; CVM (Ofício nº 2/2025/CVM/SPL, mencionado nos autos).

Colhem-se, igualmente, do Boletim Econômico, volume n. 108, 4º Trimestre de 2025, elaborado pela Comissão de Valores Mobiliários, os dados que retratam a concentração e a dimensão do conjunto do mercado regulado:[3]

2. Mercado regulado

2.1. Contagem de regulados*	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Investidores Não Residentes	18.705	19.220	19.282	19.566	20.131	20.426
Fundos de Investimento	22.295	26.445	29.072	31.118	31.929	33.305
Administradores de carteira	3.786	4.185	4.557	4.855	4.717	5.060
Pessoas Físicas	2.774	3.036	3.294	3.502	3.299	3.557
Pessoas Jurídicas	1.012	1.149	1.263	1.353	1.418	1.503
Analistas de Valores Mobiliários	923	1.269	1.412	1.390	1.337	1.301
Pessoas Físicas	840	1.161	1.283	1.355	1.208	1.175
Pessoas Jurídicas	83	108	129	135	129	126
Consultores de Valores Mobiliários	790	1.018	1.329	1.630	2.069	2.635
Pessoas Físicas	632	815	1.076	1.337	1.652	2.146
Pessoas Jurídicas	158	203	253	301	377	489
Coordenador de Ofertas de Valores Mobiliários	-	-	-	79	98	114
Intermediários de Valores Mobiliários	255	259	260	256	260	259
Assessores de Investimento	13.431	18.141	23.294	26.166	27.653	28.240
Pessoas Físicas	12.175	16.969	22.033	24.912	25.276	26.520
Pessoas Jurídicas	1.156	1.172	1.261	1.254	1.387	1.420
Custodiantes de Valores Mobiliários	146	156	155	158	160	161
Escrituradores de Valores Mobiliários	63	72	74	80	82	88
Administradoras de mercado organizado	3	3	4	4	4	7
Depositarias Centrais	1	2	2	2	2	4
Plataformas Eletrônicas Crowdfunding	32	54	57	72	66	69
Companhias abertas, estrangeiras e incentivadas (registro ativo)	675	765	745	732	728	703
Companhias securitizadoras	-	-	79	87	87	91
Auditores Independentes	354	346	349	351	348	348
Agências de Rating	6	6	7	7	7	7
TOTAL (*Estimativas)	61.465	71.941	80.678	86.571	89.798	92.318

Fonte: CVM, APIMEC. Ver notas metodológicas.

[3] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Boletim Econômico*, n. 108. Rio de Janeiro: CVM, 2025. Disponível em: www.gov.br/cvm. Acesso em: 27 abr. 2026.

Na exposição realizada pela Comissão de Valores Mobiliários durante a audiência pública, o Superintendente Daniel Valadão apresentou, de forma precisa e representativa, o expressivo crescimento da base de investidores e de agentes regulados, evidenciando a expansão significativa do mercado sob a égide regulatória da autarquia:



Cumpre destacar que o Brasil lidera o ranking mundial de fundos de investimento, contando com quase o triplo da quantidade existente nos Estados Unidos. **Entre o segundo semestre de 2018 e o segundo semestre de 2025, houve crescimento de 91,3% no número de fundos, alcançando o total de 31.454 fundos regulados no país**. O volume de recursos alocados nesses fundos perfaz aproximadamente US$ 2,6 trilhões, o que corresponde a 3% do total de ativos investido no mundo:[4]

[4] BRASIL tem quase 3 vezes mais fundos de investimento que os EUA. *Poder360*, Brasília, [data de publicação]. Disponível em: www.poder360.com.br/poder-economia/brasil-tem-quase-3-vezes-mais-fundos-de-investimento-que-os-eua/. Acesso em: 27 abr. 2026.



A **segunda premissa** fixada consiste no reconhecimento de que, em decorrência da expressiva expansão do mercado de capitais e das alterações introduzidas pela Lei n. 14.317/2022 na sistemática de cálculo da Taxa de Fiscalização dos Mercados de Títulos e Valores Mobiliários (TFMTVM), que modificou de forma relevante a estrutura tributária aplicável, houve o crescimento acentuado da arrecadação nominal da exação.

Consoante dados apresentados pela própria União, extraídos do sistema Tesouro Gerencial, a arrecadação total decorrente da taxa passou de R$ 740,9 milhões, em 2021, exercício anterior à nova lei, para R$ 1,13 bilhão em 2024, o que corresponde a um acréscimo nominal de 52,87% (eDOC 19, p. 17):

ITEM	2021	2022	2023	2024	Crescimento 2021-2024 (em %)
Arrecadação Anual com a Taxa CVM (a)	740,90	932,70	969,60	1.132,60	52,87%
Despesas obrigatórias - Empenhada* (b)	251,70	253,50	273,80	283,20	12,51%
Despesas discricionárias - Empenhada (c)	22,40	24,50	30,50	31,60	41,07%
Superávit com taxa** (d) = a - (b + c)	484,90	654,70	665,30	817,80	68,65%

Fonte: SAD/CVM
As informações referentes às despesas foram retiradas do Painel SIOP - 20_mar_2025 (em milhões de R$)
As informações referentes à Arrecadação foram retiradas do Tesouro Gerencial - 20_mar_2025
* O valor total das despesas obrigatórias considera a parcela custeada por receitas primárias e financeiras (não primárias)
** Valor do superavit é o resultado da comparação entre a arrecadação total da taxa frente às despesas totais da autarquia em cada ano.

No mesmo período, o *superávit* gerado pela taxa, entendido como a diferença entre os valores arrecadados e o total das despesas obrigatórias e discricionárias da autarquia, registrou crescimento de 68,65%. Sob perspectiva temporal mais ampla, conforme apontado pelo Partido Novo e corroborado pela Associação Brasileira de Assessores de Investimento — ABAI, **o incremento da arrecadação nominal entre os anos de 2019 e 2024 atingiu o patamar de 109,3%**.

Dos memoriais apresentados pela ANCORD — Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias, extrai-se a análise relativa ao **triênio 2023-2025**, da qual se depreende que a Comissão de Valores Mobiliários arrecadou, em termos agregados, R$ 3,17 bilhões a título de taxas de fiscalização. No mesmo período, o orçamento efetivamente disponibilizado à autarquia perfez aproximadamente R$ 845 milhões. A diferença apurada, no valor de R$ 2,29 bilhões foi absorvida pelo Caixa Único do Tesouro Nacional, sem correspondência direta com a destinação específica:

> 22. O quadro financeiro do triênio é o seguinte: Exercício de 2023: arrecadação de aproximadamente R$ 970 milhões; dotação orçamentária disponibilizada à CVM: aproximadamente R$ 297 milhões, dos quais aproximadamente R$ 272 milhões corresponderam a despesas obrigatórias (principalmente pessoal e encargos previdenciários), restando apenas cerca de R$ 25 milhões de orçamento discricionário para custeio operacional e investimento — valor equivalente a pouco mais de 8% da dotação total e a apenas 2,6% do que foi arrecadado; superávit absorvido pelo Tesouro Nacional: aproximadamente R$ 673 milhões.

CC BY NC ND

> **Exercício de 2024**: arrecadação de aproximadamente R$ 1,1 bilhão; dotação orçamentária: aproximadamente R$ 314 milhões, dos quais cerca de R$ 283 milhões corresponderam a despesas obrigatórias, restando apenas R$ 31 milhões de orçamento discricionário para custeio operacional e investimento em tecnologia e infraestrutura — menos de 10% da dotação total e apenas 2,8% do arrecadado; superávit absorvido pelo Tesouro Nacional: aproximadamente R$ 786 milhões.
>
> **Exercício de 2025**: **arrecadação de aproximadamente R$ 1,1 bilhão; dotação orçamentária: aproximadamente R$ 234 milhões, o menor patamar do triênio, dos quais cerca de R$ 198 milhões foram absorvidos por despesas obrigatórias, resultando em apenas R$ 36 milhões de orçamento discricionário — equivalente a 15% da dotação e a somente 3,3% do que foi arrecadado; superávit absorvido pelo Tesouro Nacional: aproximadamente R$ 831 milhões**.
>
> 23. Em termos agregados, no triênio **2023-2025**, a CVM arrecadou aproximadamente R$ 3,17 bilhões em taxas de fiscalização. No mesmo período, o orçamento total efetivamente disponibilizado à autarquia somou aproximadamente R$ 845 milhões. A diferença acumulada, da ordem de R$ 2,29 bilhões, foi absorvida pelo caixa único do Tesouro Nacional. A CVM recebeu, em média, menos de 27% do valor que arrecadou em taxas de fiscalização. Mais de 73% dos recursos arrecadados com fundamento no exercício do poder de polícia da autarquia foram direcionados a finalidades genéricas do Erário, sem correspondência com a atividade regulatória que originou a cobrança.

A **terceira premissa**, não negada pelas partes, reiterada pelos expositores ouvidos na audiência pública e igualmente confirmada por dados disponíveis no portal da transparência, é a de que essa arrecadação bilionária vem sendo retida em aproximadamente 70% e destinada ao Caixa Único do Tesouro Nacional, restando à Comissão de Valores Mobiliários cerca de 30% do montante arrecadado junto aos próprios entes supervisionados para a consecução e o financiamento de sua atividade finalística.

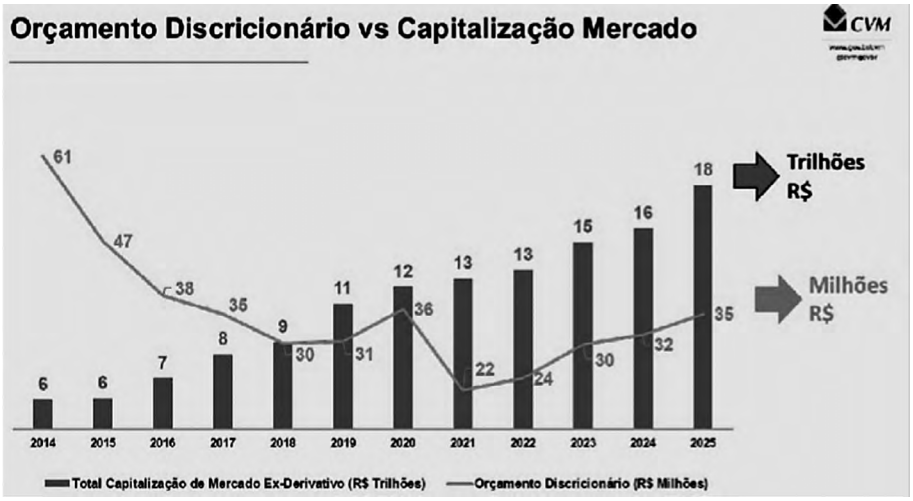
Nesse contexto, mostra-se relevante, também, registrar trecho da manifestação intitulada "Carta Aberta", publicada por dezoito superintendentes e chefes da Autarquia e endereçada a investidores, sociedade civil, Governo Federal e ao Congresso Nacional na qual são expostas as dificuldades decorrentes do estrangulamento orçamentário, bem como as preocupações quanto à estabilidade institucional da CVM e à regularidade do funcionamento dos trabalhos:[5]

---

[5] SINDICATO NACIONAL DOS SERVIDORES DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (SINDCVM). *Carta dos Superintendentes da Comissão de Valores Mobiliários*. [S.l.], jul. 2025. Disponível em: www.sindcvm.org.br/wp-content/uploads/2025/07/Carta-Superintendentes-CVM.pdf. Acesso em: 27 abr. 2026.

> Em 2024, por exemplo, foram destinados à CVM apenas 27% do total arrecadado com a Taxa de Fiscalização dos Mercados de Títulos e Valores Mobiliários, tributo vinculado que tem como fato gerador o poder de polícia legalmente atribuído à Autarquia. Foram mais de R$ 1,1 bilhão arrecadados com Taxa e apenas R$ 296 milhões efetivamente destinados ao financiamento das atividades regulatórias, incluindo-se nesse montante absolutamente todas as despesas obrigatórias e discricionárias da CVM, inclusive com aposentados e pensionistas. Em outras palavras, só no ano passado, o crescimento substancial do mercado regulado resultou em superávit de mais de R$ 800 milhões ao caixa da União, sendo mais uma evidência do grande descasamento entre o desafio regulatório atual e a disponibilidade de recursos para o desempenho das atribuições legais da Autarquia. Manifestamos, assim, nosso compromisso pessoal com a defesa da CVM, com a proteção do investidor e com o desenvolvimento de um mercado de capitais íntegro e eficiente.

O gráfico subsequente demonstra, ademais, que não obstante a acentuada expansão do mercado de capitais, o orçamento discricionário da CVM apresentou retração significativa, reduzindo-se de R$ 61 milhões, em 2014, para R$ 35 milhões, em 2025. Tal dissociação entre o crescimento da atividade regulada e a diminuição dos recursos disponíveis constitui elemento empírico relevante que corrobora a hipótese de retenção indevida de receitas vinculadas à atuação da autarquia reguladora:



O Instituto Brasileiro de Relações com Investidores — IBRI, em memoriais juntados aos autos (eDOC 55, p. 4-5), corrobora a tese segundo a qual a controvérsia constitucional não se centra propriamente na majoração da exação, mas na destinação dos valores arrecadados, evidenciando possível

desvio quanto à afetação das receitas à Comissão de Valores Mobiliários, em desconformidade com a finalidade legal e o regime jurídico-tributário que justifica sua instituição:

> 10. A questão central da presente ação não reside na validade da TFMTVM, mas na forma como seus recursos vêm sendo alocados. Os dados constantes dos autos demonstram que parcela substancial da arrecadação da taxa é destinada ao caixa do Tesouro Nacional, sendo apenas uma fração modesta desses recursos revertida à CVM.
> 11. Tal prática viola claramente a natureza jurídica da TFMTVM, que, por definição constitucional, é tributo vinculado ao exercício de atividade estatal específica. O art. 145, II, da CF, em conjunto com o art. 77 do CTN, exige que a arrecadação esteja relacionada ao custeio do poder de polícia exercido sobre o contribuinte, enquanto o art. 8º, parágrafo único da Lei Complementar nº 101/2000 exige peremptoriamente que esses recursos sejam "utilizados exclusivamente para atender ao objeto de sua vinculação" (g.n.).

Do mesmo modo, o expositor convidado Gustavo Tavares Borba destacou, em sua manifestação, que o principal fator de descalibragem não reside propriamente na modelagem normativa da taxa, mas na destinação inadequada de sua arrecadação, uma vez que parcela substancial dos valores não é revertida para a finalidade que justificou a sua criação. E adicionou que, embora o incremento orçamentário seja necessário, não se mostra suficiente isoladamente e deve ser acompanhado de soluções estruturantes, mediante atuação coordenada dos Poderes Públicos.

A Comissão de Valores Mobiliários, em memoriais apresentados por ocasião da audiência pública, ofereceu resposta técnica ao questionamento judicial sobre a suficiência ou não dos recursos orçamentários de que dispõe para o adequado desempenho de atribuições institucionais, **notadamente no que se refere ao atendimento dos alertas gerados pelos sistemas tecnológicos implementados na autarquia**. Tal manifestação evidencia um quadro que desperta preocupação concreta, na medida em que aponta limitações aptas a comprometer a eficiência da fiscalização:

> **H) Os valores atualmente repassados são suficientes para tratar tempestivamente os alertas gerados por sistemas tecnológicos?**
> **RESPOSTA: Não. Os recursos atualmente revertidos à atuação regulatória são insuficientes. O tratamento tempestivo dos alertas gerados pelas ferramentas tecnológicas utilizadas pela CVM demanda, primeiramente, mais ferramentas tecnológicas — não só para gerar mais alertas, mas para processar com agilidade e volume os alertas gerados. Mesmo com mais e melhores ferramentas tecnológicas, ainda serão necessários mais servidores capacitados para o desempenho dessas atribuições do que os do quadro atual**.

A **quarta premissa** funda-se na manifesta discrepância entre o nível de capitalização do mercado de capitais e o quantitativo de servidores em efetivo exercício na autarquia. A defasagem do quadro funcional denota que a Comissão de Valores Mobiliários passou por um processo de atrofia institucional, circunstância ilustrada de modo eloquente no gráfico apresentado pelo Superintendente durante a audiência pública:



Nos memoriais apresentados pela CVM, a autarquia abordou a alegada morosidade no desempenho de suas atividades finalísticas, contextualizando-a à luz de limitações estruturais e operacionais que impactam a capacidade institucional de resposta:

> I) Há registro de morosidade atribuível a contingenciamentos da taxa?
> RESPOSTA: Sim. **Ao longo dos últimos cerca de 15 anos a Autarquia permaneceu sem concursos públicos para recomposição de seu quadro, que foi progressivamente reduzido por aposentadorias e evasão de servidores para outros órgãos com condições mais atrativas.** Essa restrição estrutural impactou diretamente suas atividades finalísticas diante do crescimento do mercado por ela regulado. Esse descompasso gerou crescente pressão sobre a capacidade operacional, com equipes reduzidas conduzindo simultaneamente múltiplos processos de alta complexidade, exigindo análises extensas e articulação entre áreas. Como consequência, tornou-se necessária a adoção de critérios de priorização, o que contribuiu para o alongamento de prazos por períodos superiores ao desejável, por limitação objetiva de recursos. A escassez de recursos financeiros também prejudicou o desenvolvimento e a adoção de soluções tecnológicas, levando à manutenção de métodos mais "manuais" e muito menos eficientes que a tecnologia atualmente disponível

CC BY NC ND

> possibilitaria. A ausência de ferramentas avançadas de análise de dados e documentos amplia o tempo necessário para a instrução processual. Além disso, a limitação do quadro funcional dificulta a especialização e a capacitação contínua dos servidores. Por fim, restrições orçamentárias e as consequentes reduções de pessoal impactam atividades como fiscalização presencial e coleta de depoimentos, substituídas por análises documentais mais demoradas. Em síntese, a insuficiência de recursos humanos compromete de forma sistêmica a celeridade e a efetividade da atuação da CVM, refletindo uma defasagem persistente entre suas atribuições e os meios disponíveis.

Além disso, revela-se urgente a recomposição do Colegiado da autarquia, órgão competente para julgamento dos processos administrativos sancionadores. Conforme salientado pelo IBRI — Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (eDOC 55, p. 3), o fortalecimento institucional da CVM exige, de modo necessário, a adequada composição desse colegiado decisório, sob pena de persistir o comprometimento da eficiência administrativa e do exercício de suas funções regulatórias e sancionatórias:

> 4. Essa assimetria compromete o cumprimento do princípio da eficiência administrativa (art. 37, caput, CF) bem como a efetividade do exercício do poder de polícia atribuído à CVM. A insuficiência de recursos (e.g. humanos e tecnológicos) repercute inevitavelmente na morosidade não apenas dos procedimentos administrativos de supervisão e acompanhamento de práticas no Mercado Regulado, como também, após a apuração de práticas consideradas inadequadas, na tramitação e julgamento de processos administrativos sancionadores e na dificuldade de processamento tempestivo de informações.
> 5. A recomposição integral do Colegiado da CVM é, também, medida indispensável para assegurar a regularidade das deliberações e da hígida supervisão do Mercado Regulado e supervisionado pela Autarquia. A continuidade administrativa, corolário do Estado de Direito, não se compatibiliza com lacunas decisórias em autarquia central da regulação econômica.

A referida constatação foi igualmente registrada nos memoriais do Coletivo de Servidores da CVM (p.5), nos seguintes termos:

> A demora na análise por parte do Colegiado transcende a questão direta da falta de acesso aos recursos provenientes da taxa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A ausência desses recursos, de modo indireto, cujo fato gerador é o exercício do poder de polícia legalmente atribuído à CVM, desprestigia a entidade, **a ponto da CVM não contar, atualmente, nem com a metade dos cargos do Colegiado ocupados. Das cinco vagas existentes, apenas duas estão preenchidas**.
> **É importante ressaltar que o próprio tamanho do Colegiado, composto por cinco membros, estabelecido há cinquenta anos, já seria insuficiente para garantir a celeridade necessária à demanda atual do mercado**. Ademais,

> diferentemente de 1976, observa-se uma crescente demanda por parte dos servidores para que sejam representados em um Colegiado que, nos últimos anos, tem se apresentado exclusivamente composto por advogados, de fora, carecendo de especialistas com conhecimento técnico aprofundado em questões que exigem expertise específicas detidas pelo corpo de carreira como contabilidade, análise de fluxos de caixa, balanços, relações de trocas em fusões, cisões etc. Cabe ressaltar que muitos dos servidores engenheiros, contadores e outras especialidades ligadas ao mercado têm como segunda faculdade o direito, quando não a primeira.
>
> **Mesmo que a questão da sobrecarga da área técnica seja solucionada, a persistência do gargalo representado por um colegiado com número reduzido de membros deverá continuar a comprometer a efetividade dos julgamentos e das sanções**.

Como **última premissa**, é de bom alvitre ressaltar que constitui atribuição indeclinável da Comissão de Valores Mobiliários fiscalizar, de forma adequada e permanente, a rede de investimentos em valores mobiliários e os aproximadamente 90 mil agentes por ela regulados. Tal incumbência deve ser exercida à luz dos princípios da legalidade, da moralidade e da eficiência, uma vez que o exercício do poder de fiscalização não se apresenta como faculdade discricionária, mas como dever jurídico imposto por mandato legal expresso, nos termos dos arts. 4º e 8º da Lei n. 6.385/76.

Com efeito, por força do princípio da legalidade, incumbe à CVM assegurar o funcionamento regular e íntegro dos mercados de bolsa e de balcão, competindo-lhe fiscalizar de maneira contínua as atividades e os serviços desenvolvidos no âmbito do mercado de valores mobiliários, com vistas à mitigação dos riscos relacionados a emissões irregulares, à repressão de atos ilícitos e à prevenção de fraudes e manipulações de mercado.

Esse mister deve ser desempenhado também em consonância com o princípio da eficiência administrativa, mediante atuação tempestiva, tecnicamente qualificada e orientada à obtenção de resultados efetivos. Deve, ainda, acompanhar o crescimento e a complexificação do mercado regulado e, nesse contexto, deve enrobustecer a sua estrutura de atuação preventiva e repressiva, com a adequada aplicação dos recursos arrecadados no custeio e no aperfeiçoamento de suas atividades-fim, em reversão transparente dos valores recolhidos à proteção do investidor contribuinte e à preservação da própria estabilidade do mercado de capitais.

CC BY NC ND

Atual cenário do mercado de capitais e a atuação da CVM

Esse é o quadro que se delineia a partir das informações veiculadas pela imprensa nacional acerca da atuação fiscalizatória ao longo dos últimos anos:

> **Chefe da CVM fala em falta de verba após acusação de omissão no caso Master**[6]
>
> **O presidente interino da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), João Carlos Accioly, afirmou que a autarquia enfrenta falta de recursos humanos e tecnológicos para dar mais agilidade à supervisão do mercado financeiro.** A fala se deu depois de o órgão ser acusado de omissão no caso do Banco Master
>
> **Accioly afirmou que já havia sinais de irregularidades antes de 2022** e que a CVM abriu diversos processos ao longo dos últimos anos. **Reconheceu, porém, que parte deles poderia ter avançado com maior rapidez.** "Algumas coisas poderiam ter sido feitas mais rápido. A CVM está fazendo seu trabalho, mas há limites claros", disse.
>
> Segundo ele, a percepção mudou após assumir interinamente o comando da autarquia. I**nicialmente cético quanto à necessidade de reforço estrutural, passou a defender mais recursos após contato direto com as áreas técnicas. "O pessoal trabalha no limite da capacidade. Há servidores com dedicação exaustiva e muitos processos por pessoa"**, afirmou.
>
> **Accioly destacou que, de 2015 para cá, o orçamento da CVM foi reduzido em cerca de 70% em valores corrigidos pela inflação. Hoje, a autarquia opera com aproximadamente 30% do orçamento que tinha há dez anos, enquanto o mercado financeiro cresceu de forma significativa.** Segundo ele, a restrição não é responsabilidade de um único governo e, apesar de aumentos recentes nos recursos discricionários, o volume segue insuficiente.

> **CVM fecha 2025 com queda nos números de julgamentos e de punições**[7]
>
> **Com desfalques na diretoria, autarquia ainda não agendou julgamentos em 2026**
>
> **Estoque de processos sobre irregularidades no mercado financeiro cresceu.**
>
> Com a diretoria desfalcada durante o ano todo, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) fechou 2025 com queda nos números de processos sancionadores e punições por irregularidades no mercado financeiro. O estoque de processos, por outro lado, aumentou.
>
> **A autarquia iniciou 2026 ainda mais desfalcada e não realizou nenhum julgamento até agora, acumulando ainda mais os processos sobre fraudes, em**

[6] CHEFE da CVM fala em falta de verba após acusação de omissão no caso Master. *UOL Economia*, São Paulo, 24 fev. 2026. Disponível em: https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2026/02/24/chefe-da-cvm-fala-em-falta-de-verba-apos-acusacao-de-omissao-no-caso-master.htm. Acesso em: 27 abr. 2026.

[7] CVM fecha 2025 com queda nos números de julgamentos e de punições. *Folha de S.Paulo*, São Paulo, abr. 2026. Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2026/04/cvm-fecha-2025-com-queda-nos-numeros-de-julgamentos-e-de-punicoes.shtml. Acesso em: 27 abr. 2026.

um momento de grande turbulência no mercado, com as fraudes do Banco Master e da gestora de fundos Reag.

Em relatório divulgado nesta quarta-feira (9), a CVM diz que abriu 530 novos processos administrativos com potencial sancionador durante o ano passado, elevando a 804 o estoque de processos abertos. Foi o maior número de abertura de novos procedimentos ao menos desde 2020, segundo o documento.

O número de julgamentos, porém, caiu quase à metade, passando de 94 para 49 entre 2024 e 2025. Foi a primeira queda depois de dois anos de alta.

Como resultado dos julgamentos realizados em 2025, 65 pessoas foram sancionadas e 67 absolvidas, **números também bem inferiores** aos 176 e 150 registrados em 2024. As multas aplicadas a pessoas sancionadas em 2025 somaram R$ 511 milhões, quase a **metade do ano anterior**.

Crime financeiro no Brasil trocou offshores por fundos de investimento[8]

[…]

Vorcaro é suspeito de ocultar patrimônio por meio de uma emaranhada teia financeira no Brasil, **que envolve sociedades anônimas (S.A.s) fechadas e um tipo de fundo de investimento que não é acessível ao investidor comum**.

A Polícia Federal acredita que essa teia também foi usada por Vorcaro para fazer pagamentos ilícitos — como para Paulo Henrique Costa, ex-presidente do BRB, que nega irregularidades.

Fundos também foram usados para lavar dinheiro do setor de combustíveis, com suspeita de ligação com o PCC, segundo a Operação Carbono Oculto.

Mas, **enquanto usava uma lupa para localizar o dinheiro que brasileiros escondiam no exterior, o Brasil passou a vestir uma venda dentro de casa**.

[…]

O problema central é que a Receita Federal deveria saber quem estava por trás de todos os fundos de investimento e sociedades anônimas fechadas. Mas não sabia.

Isso começou a ser corrigido entre agosto e novembro do ano passado, após a Carbono Oculto.

[…]

Os fundos de investimentos e sua complexidade estrutural e regulatória reproduzem no Brasil a mesma opacidade e benefícios fiscais existentes nos conhecidos paraísos fiscais.

[…]

No Brasil, o movimento foi o contrário: **surgiram novas oportunidades para ocultar quem é o beneficiário do dinheiro, via mercado de capitais** — a maior parte dele concentrada na avenida Faria Lima, em São Paulo.

No relatório que produziu para a Carbono Oculto, **a Receita admitiu que ficou anos sem receber dados obrigatórios sobre quem são os donos (cotistas) de parte relevante dos fundos de investimento**.

A falta dos dados "prejudicou muito a investigação", diz o relatório.

---

[8] Do Caribe a São Paulo: ocultação troca offshore por fundo de investimento. *UOL Tab*, São Paulo, 22 abr. 2026. Disponível em: https://tab.uol.com.br/noticias/redacao/2026/04/22/do-caribe-a-sao-paulo-ocultacao-troca-offshore-por-fundo-de-investimento.htm. Acesso em: 27 abr. 2026.



O UOL questionou por que a Receita não exigiu os dados da Reag ainda em 2021. O órgão disse que, quando contribuintes deixam de cumprir uma obrigação, "a resposta não é automática nem uniforme, sendo guiada por critérios de risco, materialidade e impacto sistêmico". A Reag disse que não iria comentar.

Os mesmos dados omitidos pela Reag mostram quais são os fundos da gestora ligados ao Master, Vorcaro e sua família, investigados pela Operação Compliance Zero.

A Receita não informou ao UOL se outras gestoras deixaram de enviar os dados.

Apenas em janeiro deste ano, o órgão começou a receber informações sobre quem são os cotistas dos fundos de investimento diretamente do Banco Central.

CVM parece estar "desenhada para falhar", diz superintendente que pede reforço de pessoal[9]

[9] CVM parece estar desenhada para falhar, diz superintendente que pede reforço de pessoal. *O Globo*, Blog da Miriam Leitão, Rio de Janeiro, abr. 2026. Disponível em: https://oglobo.globo.com/blogs/miriam-leitao/post/2026/04/cvm-parece-estar-desenhada-para-falhar-diz-superintendente-que-pede-reforco-de-pessoal.ghtml. Acesso em: 27 abr. 2026.

> A CVM parece estar "desenhada para falhar", ainda que não intencionalmente, diz Daniel Valadão, superintendente seccional de Desenvolvimento e Modernização Institucional da Comissão de Valores Mobiliários, citando o quadro precário de funcionários e o colegiado, quase sempre incompleto, o que afirma dificultar a atuação preventiva do órgão. Servidor da entidade desde 2012, Valadão — que tem 40% das atividades da entidade sob sua coordenação — afirma que não é fácil manter a equipe motivada em meio à falta de estrutura e à enxurrada de críticas. Em conversa com o blog, ele admite que é preciso fazer uma reflexão sobre a atuação da comissão, que acumula processos sem julgamento em meio à crise do Master, como mostra reportagem de Paulo Renato Nepomuceno. Valadão pondera, no entanto, que a infraestrutura existente não permite um trabalho de excelência.
>
> […]
>
> Considerando os derivativos, o mercado regulado pela instituição, diz Valadão, soma R$ 50 trilhões, o equivalente a quatro PIBs brasileiros. Ele ressalta ainda que não foi apenas o número de regulados que cresceu, as atribuições da CVM se multiplicaram, assim como a complexidade das operações e das fraudes.
>
> **— É óbvia a necessidade de refletir sobre formas mais eficientes de atuação — afinal, que instituição não precisa disso? Mas não adianta cobrar excelência com uma quantidade de profissionais abaixo do aceitável — ressalta Valadão**.
>
> **A taxa da CVM volta ao STF[10]**
>
> **O diagnóstico interno da autarquia é inequívoco. O Plano Bienal de Supervisão Baseada em Riscos 2025-2026 afirma: (i) a carência de recursos humanos continua insuficiente para repor a perda de pessoal verificada nos últimos 14 anos; (ii) reduções orçamentárias e liberações tardias comprometem investimentos em tecnologia; e (iii) supervisões por demanda, de natureza reativa, vêm substituindo supervisões de rotina, de natureza preventiva. Em linguagem direta, cobra-se em nome de fiscalização preventiva, mas o desenho de financiamento empurra a autarquia para a reação tardia**.

Da conjugação da análise dos relatórios técnicos mencionados, das exposições de especialistas de distintas áreas realizadas em audiência pública, das manifestações das partes e do panorama veiculado pela imprensa nacional, **descortina-se quadro inequívoco de atrofia institucional e asfixia orçamentária da Comissão de Valores Mobiliários, em patente contraste com a dimensão e a complexidade do mercado por ela regulado, em um deletério processo que se alonga por mais de uma década**.

A confirmação desse cenário evidencia-se na proliferação de fraudes e ilícitos de vulto bilionário, com potencial desestabilizador de todo o sistema, como se verificou no caso do Banco Master. Aparentemente, o Banco teria

---

[10] A taxa da CVM volta ao STF. *Poder360*, Brasília, [data de publicação]. Disponível em: www.poder360.com.br/opiniao/a-taxa-da-cvm-volta-ao-stf/. Acesso em: 27 abr. 2026.

desenvolvido atividades criminosas favorecidas pela facilidade de ocultação de informações obrigatórias e pela suposta ausência de exigências fiscalizatórias por parte dos órgãos reguladores. **Tal contexto não apenas viabiliza tais condutas, como também estimula a infiltração do crime organizado no sistema financeiro e no mercado de capitais.**

São importantes as informações trazidas pelo Delegado Guilherme Alves de Siqueira, Chefe da Divisão de Repressão a Crimes Financeiros da Polícia Federal que, na audiência pública, destacou que as investigações recentes evidenciam a prática crescente da utilização da estrutura do mercado de capitais como instrumento para a lavagem de dinheiro, notadamente corretoras, gestoras e veículos de investimento.

Ressaltou, nesse contexto, que a sofisticação dessas práticas se revela, entre outros aspectos, na utilização de estruturas complexas, como fundos exclusivos, que tendem a dificultar a identificação do beneficiário final das operações. **A multiplicação de camadas intermediárias aumenta o grau de opacidade das transações e impõe desafios adicionais à atividade investigativa, na medida em que cada novo nível de intermediação demanda providências autônomas de rastreamento e reconstrução do fluxo financeiro, com potencial comprometimento da efetividade da persecução penal.** Asseverou que quando o órgão regulatório atua em condições insuficientes, seja por falta de estrutura humana ou de recursos tecnológicos ou, ainda, por não conseguir acompanhar a expansão do mercado supervisionado, todo o sistema de controle estatal é impactado. Nessa hipótese, a cadeia de investigação e a capacidade de repressão restam prejudicadas.

Não se mostra concebível, portanto, que, na última década, tenha prevalecido um verdadeiro apagão regulatório no mercado de capitais, no qual, aparentemente, apenas o Estado permanecia às escuras, enquanto criminosos se expandiam pela economia nacional mediante estruturas complexas de fundos de investimento. Infiltravam-se sem serem reconhecidos e investigados, sem terem os investimentos rastreados, valendo-se de empresas de fachada ou meramente formais para o fortalecimento de suas organizações. Esse cenário de muitos anos de inoperância estatal frente à sofisticação criminosa foi amplamente evidenciado, inclusive nos achados da Operação Carbono Oculto, realizada em 2025, pela Polícia Federal e outros órgãos.

Como bem apontou a Associação Brasileira de Criptoeconomia — ABCRIPTO em seus memoriais, no que toca às zonas cinzentas de regulação, "o mercado de ativos virtuais, que se constitui em exemplo paradigmático de segmento situado em zona de indefinição regulatória, operou por quase uma década à margem do regime regulatório estruturado" e acrescentou:

> Zonas cinzentas tendem a emergir ou a se agravar em contextos nos quais o financiamento a atividade supervisória se encontra desalinhado em relação ao perímetro e à complexidade efetivos do mercado regulado, seja pela ausência de capacidade para fazer face a inovações tecnológicas e institucionais, seja pela dificuldade de estruturar equipes técnicas especializadas em segmentos novos ou em rápida expansão.

O Brasil, país que detém o maior número de fundos de investimento de todo o mundo, instituiu taxa específica destinada à fiscalização das atividades dos mercados de títulos e valores mobiliários e arrecada, por meio da exação, mais de R$ 1 bilhão anuais. Ainda assim, mantém, ao menos até esta fase processual, uma autarquia reguladora com estrutura defasada, com grave insuficiência de recursos humanos em todos os setores, escassez de atividades preventivas e baixa capacidade de resposta repressiva, o que torna o mercado especialmente permeável a fraudes sistêmicas.

A retenção dos recursos arrecadados com a TFMTVM não aparenta configurar apenas uma afronta à lógica constitucional tributária, mas revela-se também como fator de vulnerabilização direta da segurança pública e da integridade da economia popular do país. **Os custos socioeconômicos são, evidentemente, muito maiores do que possíveis ganhos fiscais com a retenção dos recursos oriundos da taxa**.

É certo que incumbe à própria CVM o aperfeiçoamento de sua metodologia para a apuração dos custos de sua atividade fiscalizatória, como amplamente discutido durante a audiência pública, nas exposições dos especialistas e como reconhecido pela própria autarquia em seu Relatório de Gestão 2025:

> 5.6.2.1. GERENCIAMENTO DE CUSTOS
>
> O primeiro painel de custos da CVM foi elaborado com os dados do exercício de 2024 e está publicado no site da CVM.
>
> Para mais informações sobre o Painel de Custos, acesse o link: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a--informacao-cvm/auditorias/prestacao-de-contas/2024/painel-de-custos-2024
>
> 1. Para o ano de 2025, foram apurados os custos das seguintes atividades:
> 2. Fiscalização do mercado
> 3. Regulamentação do mercado
> 4. Proteção, orientação e defesa do investidor
> 5. Administração, apoio e suporte
> 6. Tecnologia da informação
>
> O desafio foi melhorar esse modelo, evoluindo para a apuração de custos, a partir do exercício de 2025, com base na Cadeia de Valor da CVM. Estima-se que este modelo seja implantado até o final de 2026, e refletirá os custos das entregas feitas pela CVM para a sociedade.

CC BY NC ND

> A estimativa de prazo para implantação do novo modelo depende do provimento de uma Gratificação Temporária das Unidades dos Sistemas Estruturadores da Administração Pública Federal (GSISTE) de nível superior, cujo processo seletivo está em curso na CVM.

O mapeamento do custo real necessário à implementação de atividades de fiscalização preventiva e repressiva constitui pressuposto elementar para a regulação eficiente de um mercado cada vez mais complexo.

Diante do quadro de carência fiscalizatória e redução orçamentária, revela-se imperioso, **como medida instrutória e preparatória para a deliberação do mérito**, e em atenção ao princípio constitucional da eficiência, que a União, com participação direta da Comissão de Valores Mobiliários, entre outros órgãos e entidades, elabore um **plano operacional concreto** de reestruturação das atividades fiscalizatórias da CVM, nos termos que serão detalhados nesta decisão.

Planos de reestruturação da atividade fiscalizatória

Diante da plausibilidade da tese segundo a qual a retenção de recursos pelo Tesouro Nacional pode configurar desvio de finalidade contraprestacional da taxa (TFMTVM), adensa-se a possibilidade de determinação de reversão integral ou, ao menos, substancialmente majoritária, dos valores arrecadados com a exação em favor exclusivo da Comissão de Valores Mobiliários para que seja garantida a razoável equivalência que é exigência constitucional.

Para que se avance neste caminho, impõe-se que a União apresente plano imediato e consistente de reestruturação da atividade fiscalizatória da CVM, que seja calcado na identificação das necessidades reais da autarquia para o enfrentamento dos desafios contemporâneos do mercado de capitais.

Os dados consolidados no *slide* "balanço: receitas e despesas", apresentados pelo Superintendente da Comissão de Valores Mobiliários, evidenciam a viabilidade econômico-financeira do plano, na medida em que demonstram a autossuficiência da autarquia para suportar os custos de sua própria reestruturação, sem implicar geração de *déficit* para o erário federal:



Esse plano deve privilegiar ações de rastreamento preventivo, uso integrado de soluções tecnológicas e de força de trabalho qualificada, bem como uma atuação repressiva célere e compatível com a elevada volatilidade do setor, contemplando a recomposição e valorização de seus quadros funcionais e o enfrentamento dos pontos controvertidos delineados em decisão anterior destes autos.

Neste ponto, anoto que **o presidente do COAF, Ricardo Andrade Saadi**, afirmou na audiência pública ontem realizada neste STF que:

> As investigações cada vez mais demonstram que fundos de investimentos, *fintechs*, instituições de pagamento, corretoras, gestoras, vêm sendo usadas como instrumentos para lavagem de dinheiro em uma escala crescente.

Tais afirmações, emanadas de autoridade com grande conhecimento, experiência e credenciamento, indicam a urgência de medidas regulatórias e fiscalizatórias, a serem definidas pelo **Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiros, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (Coremec)**, entre outras instâncias governamentais.

Estando esses autos adstritos à atuação da CVM, devem ser apresentados planos (curto e médio prazo) que contenham providências quanto ao diagnóstico do Presidente do COAF, a serem definidas como o Poder Executivo entender cabível, e posteriormente apresentadas nestes autos. Caso haja informações sigilosas em tal manifestação, isso deve ser declinado de modo claro, a fim de que haja o devido tratamento no âmbito deste Supremo Tribunal.

Entendo pertinente, ainda, que a partir do mapeamento do custo real necessário à implementação de atividades fiscalizatórias preventivas e

CC BY NC ND

repressivas, associado à conclusão do modelo de gerenciamento de custos atualmente em elaboração pela autarquia, sejam estabelecidas **metas objetivas, mensuráveis e verificáveis, organizadas por eixos temáticos e distribuídas em horizontes de curto e médio prazos**, as quais devem contemplar, de forma expressa, ao menos os seguintes aspectos:

1. Ações repressivas imediatas voltadas a casos complexos e represados, mediante a instituição de forças-tarefa a assegurar a tramitação e o julgamento tempestivos dos processos sancionadores, bem como a aplicação eficiente das penalidades cabíveis. Isso deve abranger inclusive trabalho com pagamento de horas extras e outros incentivos funcionais, a serem objeto de autorização deste Relator (se necessário);

2. Integração entre bases tecnológicas e recursos humanos, com o dimensionamento adequado da força de trabalho necessária ao tratamento, análise e processamento das informações oriundas dos sistemas de tecnologia de informação;

3. Apresentação de cronograma para a realização de concurso público destinado à superação do *déficit* real de inspetores e analistas, à luz das demandas atuais e projetadas da atividade fiscalizatória;

4. Ampliação da interoperabilidade e da cooperação institucional, com o estabelecimento de rotinas automatizadas, seguras e ágeis de intercâmbio de dados de inteligência financeira com órgãos como o COAF, o Ministério Público, o Banco Central, a Polícia Federal e a Receita Federal, de modo a acelerar investigações relacionadas a crimes de lavagem de dinheiro, organizações criminosas, ilícitos tributários, entre outros, e mitigar o risco de desvirtuamento do mercado de capitais pela ausência de informações integradas;

5. Implementação de rotinas sistemáticas de auditoria e verificação de lastro, com atenção especial aos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) de varejo e aos fundos de cota única;

6. Mapeamentos das "zonas cinzentas" da regulação, com definição clara do escopo de atuação conjunta com o **Banco Central do Brasil** para a fiscalização preventiva de inovações financeiras, tais como *fintechs* operadoras de crédito simulado, *tokens* e criptoativos, de modo a eliminar lacunas na atuação estatal e fortalecer a proteção do sistema financeiro e do mercado de capitais. **O Banco Central e demais órgãos envolvidos devem ser ouvidos**, além de haver os necessários debates e a deliberação no Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados (COREMEC).

ANTE O EXPOSTO, com fundamento nos elementos fáticos e jurídicos acima delineados, **defiro, em parte, a medida liminar pleiteada, nos termos do pedido da parte autora e da manifestação da Procuradoria-Geral da República, para determinar:**

I. A destinação à Comissão de Valores Mobiliários da arrecadação futura da Taxa de Fiscalização dos Mercados de Títulos e Valores Mobiliários (TFMTVM), com observância do regime constitucional da Desvinculação das Receitas da União (DRU), vedada, quanto à parcela remanescente após a incidência desse instituto, qualquer forma de retenção pelo Tesouro Nacional, assegurando-se a afetação dos recursos à finalidade específica que fundamenta a instituição da exação, mantendo a vinculação e a contraprestação típicas das **taxas**.

II. A apresentação de Plano Emergencial de Reestruturação da Atividade Fiscalizatória. Fixo o prazo de 20 (vinte) dias corridos para que a União apresente o plano operacional de emergência para o exercício de 2026. Trata-se, aqui, de medidas práticas e pontuais, como mutirões, fiscalizações extraordinárias, atribuição de gratificações temporárias, destinação de aprovados no CNU, julgamentos de processos em horas extras, etc. O documento deverá conter metas definidas, investimentos previstos, ações concretas e resultados esperados, em estrita observância aos parâmetros indicados nesta decisão e organizado nos seguintes quatro eixos estruturantes:

- **Eixo 1**: Atuação repressiva de choque e celeridade processual;
- **Eixo 2**: Recomposição de capital humano e integração tecnológica;
- **Eixo 3**: Inteligência financeira e cooperação interinstitucional; e
- **Eixo 4**: Supervisão preventiva, indústria de fundos e "zonas cinzentas".

Deverá a União manifestar-se, em igual prazo, **sobre a falta de membros na composição do colegiado da CVM** e quais são as medidas mitigadoras que estão previstas para que os julgamentos não sejam prejudicados enquanto não se ultima a solução definitiva, dependente da atuação dos Poderes Executivo e Legislativo.

III. A formulação de Plano Complementar de Médio Prazo. As diretrizes, os investimentos e as projeções para os horizontes de médio prazo (exercício de 2027 e anos subsequentes) deverão constar em um Plano Complementar, a ser apresentado posteriormente, em no máximo 90 (noventa) dias corridos.

Deverá a União abordar, de forma estruturada e com indicação de medidas concretas, as cinco necessidades institucionais identificadas pela

CC BY NC ND

Comissão de Valores Mobiliários em seus memoriais e reiteradas durante a audiência pública, consistentes: em (i) eliminar gargalos na fiscalização do mercado; (ii) eliminar gargalos nas atividades de gestão interna; (iii) ampliar a prevenção de irregularidades e fraudes com mais tecnologia; (iv) reduzir evasão de servidores; e (v) revisão remuneratória.

IV. A observância de Premissa Orçamentária de Arrecadação Integral. Em um caso e outro (Plano Emergencial e de Médio Prazo, previstos nos itens II e III acima) **determino** expressamente que seja considerado como disponível para a Comissão de Valores Mobiliários o total da arrecadação da taxa, descontado o montante relativo à DRU, hipótese a ser confirmada posteriormente, quando da apreciação do mérito.

V. Oficie-se ao Excelentíssimo Presidente da República e ao Excelentíssimo Presidente do Congresso Nacional para ciência acerca das dificuldades que a incompletude do Colegiado da CVM, órgão competente para o julgamento dos processos administrativos, tem trazido para a missão legal da citada autarquia, consoante informado na Audiência Pública, aumentando riscos no mercado de capitais, notadamente quanto à atuação de organizações criminosas, lavagem de dinheiro, corrupção, entre outros atos ilícitos.

Submeto a presente decisão ao referendo do Plenário.

Publique-se. Intimem-se. Notifique-se à PGR.

Brasília, 05 de maio de 2026.

Ministro FLÁVIO DINO
Relator